Die Verhältnisse am deutschen Kapitalmarkt unter besonderer Berücksichtigung der Entwicklung des Zinsfußes während der Jahre 1924/1927

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde
der Hohen Philosophischen Fakultät
der Friedrich-Alexanders-Universität Erlangen

Vorgelegt von

Wilhelm Scheidtmann

Diplomvolkswirt aus Essen/Ruhr.

Tag der mündl. Prüfung: 21. Dezember 1929

Bottrop
Buchdruckerei Wilhelm Postberg, Bottrop
1930

30:82

Die Verhältnisse am deutschen Kapitalmarkt unter besonderer Berücksichtigung der Entwicklung des Zinsfußes während der Jahre 1924/1927

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde
der Hohen Philosophischen Fakultät
der Friedrich-Alexanders-Universität Erlangen

Vorgelegt von

Wilhelm Scheidtmann

Diplomvolkswirt aus Essen/Ruhr.

Tag der mündl. Prüfung: 21. Dezember 1929

Bottrop
Buchdruckerei Wilhelm Postberg, Bottrop
1930

Dekan: Univ.-Prof. Dr. Lippold

Referent: Univ.-Prof. Dr. H. Möller

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsverzeichnis.

Seite:

I. Kapitel: Grundsätzliches zum Zinsproblem am Kapitalmarkt 5

1. Abschnitt: Der Zins als dynamischer Faktor am Kapitalmarkt 5

1. Die Aktien- und Industrieobligationen 7

2. Der Hypothekarkredit 9

3. Der Rentenmarkt 10

2. Abschnitt: Die Wechselbeziehungen zwischen Geld- und Kapitalmarkt 12

1. Der Einfluß des Diskontes auf den Kapitalmarkt 12

2. Der Konjunkturverlauf am Kapital- und Geldmarkt 13

II. Kapitel: Die allgemeinen Verhältnisse am deutschen Kapitalmarkt in den Jahren 1924—1927 15

1. Der Kapitalschwund während des Krieges und der Inflation 15

2. Die Kapitalbildung im Zeichen der Auslandskredite und deren Einfluß auf den Kapitalzinsfuß 17

3. Die Wiedererstarkung des heimischen Kapitalmarktes 19

4. Die Reichsbank als einflußreichster Machtfaktor während dieser Zeit 22

III. Kapitel: Die Zinsfußgestaltung am Kapitalmarkt während der Jahre 1924—1927 25

1. Die Preisbewegung für Industriekapital 25

2. Der Aufbau des deutschen Pfandbriefmarktes und die Preisbewegung 31

3. Der Hypothekenzinsfuß 40

4. Der Rentenmarkt unter besonderer Berücksichtigung der 5%igen Reichsanleihe 43

Schluß: Die Fluktuationen des Geld- und Kapitalmarktes und die Reagibilität auf die Geld- und Kapitalzinssätze 46

Anhang 49

Literaturverzeichnis 62

Lebenslauf 65

Meinen lieben Eltern gewidmet

I. KAPITEL

Grundsätzliches zum Zinsproblem am Kapitalmarkt

1. Abschnitt:

Der Zins als dynamischer Faktor am Kapitalmarkt.

Ehe man sich über die Entwicklung des Zinsfußes am Kapitalmarkt und seine Bestimmungsgründe ein klares Bild zu verschaffen vermag, muß der Begriff „Kapitalmarkt" als solcher in seiner Bedeutung als Kapitalschleuse für die Volkswirtschaft näher gekennzeichnet werden. Es ist hierbei nicht so sehr an eine feste Umgrenzung des Begriffes Kapitalmarkt gedacht, der ja wie bekannt, in der theoretischen Nationalökonomie vielfach umstritten ist,[1]) sondern in erster Linie an die Darlegung der wirtschaftlichen Aufgabe, die dieser zu lösen hat. Ebenso soll hier in weitestgehendem Maße aus der Erörterung ausscheiden, was man bisher im Wandel der Lehrmeinungen als integrierende Wesensmerkmale des Kapitalmarktes angesehen hat. Wo der Grenzpfahl zwischen Kapitalmarkt und Geldmarkt steht, ist hier nicht von Belang; denn im Vordergrund der Behandlung steht die Analyse über den Zusammenhang von Kapitalmarkt und Zins.

Der Kapitalmarkt ist der Markt der Kapitaldispositionen, die zur Ausnützung dauerhafter Güter erforderlich, und als solche dort gesucht sind.[2]) Er schließt sich dem im volkswirtschaftlichen Sinne verwendeten Kapitalbegriff an. Wird zwar im Sprachgebrauch der Volkswirtschaftslehre unter Kapital meist ein produziertes Produktionsmittel[3]) verstanden, so wird trotzdem das am Kapitalmarkt zum Gegenstand des Handels gemachte Kapital nicht im Prinzip als unterschiedlich von dem üblichen Kapitalbegriff zu bezeichnen sein, da schließlich das Geldkapital des Kapitalmarktes[4]) zu einer im Güterverkehr notwendigen Ausdrucksform des produzierten Produktionsmittels geworden ist. Wir haben es dabei nur mit dem Kapital zu tun, das mit langen Heimzahlungsfristen die Voraussetzung für die Erzeugung von dauerhaften Gütern bietet,[5]) mit anderen Worten: dem im volkswirtschaftlichen Sinne erarbeiteten nicht dem unmittelbaren Konsum dienenden, sondern dem aus vorgetaner Arbeit der Gütererzeugung dienstbar gemachten Produktivkapital.[6]) Hier liegt auch der wesentliche Unterschied zwischen dem Kapitalmarkt und dem Geldmarkt. Bei diesem handelt es sich in erster Linie nur um Wechsel-, Lombard- und Kontokorrentkredit, sowie um kurzfristige Börsenkredite, die regelmäßig nur die Aufgabe haben sollen, den Bedarf an Betriebsmitteln zu befriedigen.[7]) Dennoch kommt es vor, daß aus dem Fonds des flüssigen, Verwendung suchenden Geldkapitals auch das Anlagekapital sich erweitert.[8]) Dieses flüssige Geldkapital zeigt bisweilen sogar die Tendenz, sich in langfristiges zu verwandeln, z. B. bei Emissionen, wo zu einer vollen Uebernahme der Kapital-

---

[1]) H. v. Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 3.

[2]) G. Cassel, Theoretische Sozialökonomie, Leipzig 1927, S. 171, 181.

[3]) E. v. Philippovich, Grundriß der politischen Oekonomie, Tübingen 1923, S. 178.

[4]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 5.

[5]) G. Cassel, a. a. O. S. 189.

[6]) A. Weber, Allgemeine Volkswirtschaftslehre, München und Leipzig 1927, S. 438/39. E. v. Philippovich, a. a. O. S. 180.

[7]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 16. A. Weber, a. a. O. S. 438.

[8]) A. Weber, a. a. O. S. 438-40. H. v. Beckerath, a. a. O. S. 37. O. Schwarz, Diskontpolitik, Leipzig 1911, S. 118. A. Weber, Depositenbanken und Spekulationsbanken, Leipzig 1922, S. 196/7.

markt oft nicht im Stande ist, und daher eine Inanspruchnahme des Geldmarktes notwendig wird.[9]) Die Sammlung und Nutzbarmachung des Verwendung suchenden Kapitals geschieht hauptsächlich durch Vermittlung der Banken,[10]) von deren Dispositionen der Geld- und Kapitalmarkt stark beeinflußt wird bzw. beeinflußt werden kann. Die Banken sind gewissermaßen „Die Torwächter des Kapitalmarktes".[11]) Betrachtet man den Kapitalmarkt als die Stelle wo Angebot und Nachfrage von Kapitaldisposition zusammentreffen, so wird, weil ja die Herstellung eines dauerhaften Gutes Zeit in Anspruch nimmt und das verwendete Kapital langwierige, komplizierte Umwege macht, ehe es das geschaffen hat, was zur unmittelbaren Befriedigung menschlicher, materieller Bedürfnisse dient, die Nachfrage nach Kapitaldispositionen niemals so viel Mittel vorfinden, daß sie voll befriedigt wird.[12]) Man kann sicher sagen, daß die Nachfrage auf dem Kapitalmarkt unbeschränkt herrscht,[13]) und dieser Umstand läßt es in erster Linie begreiflich erscheinen, daß die Nachfrage nach Kapitaldisposition eine Beschränkung erfahren muß. Diese erfolgt durch den Zins als Regulator von Angebot und Nachfrage.[14]) Der Zins ist somit ein Preis, der sich aus Angebot und Nachfrage nach Kapitaldisposition ergibt. Seine volkswirtschaftliche Funktion liegt in seiner Wirkung als Regulator der den Bedarfsverhältnissen entsprechenden Kreditverteilung.[15]) Die Höhe des Zinsfußes d. h. das Verhältnis des Zinses zum Kapitalwert ist in einem gleichen Lande und in der gleichen Zeit außerordentlich verschieden.[16]) Ein grundsätzlicher Unterschied liegt vor zwischen dem Zins für vorübergehende Darlehen aus flüssigen Geldern und dem Zins für dauernde Anlagen von Kapitalien. Die Höhe des Zinsfußes wird bedingt, wie oben schon erwähnt, durch Angebot und Nachfrage nach den betreffenden Kapitalien. Es ergibt sich nun die Frage, wovon das Angebot und die Nachfrage der auf den Kapitalmarkt gelangenden Vermögensteile abhängt. Hier sind unter anderm maßgebend: die Wohlhabenheit eines Landes, namentlich die Zahl der Personen, welche Vermögen besitzen, es aber nicht selbst verwerten wollen, ferner die soziale und wirtschaftliche Struktur, die Produktionsverhältnisse, das Ausmaß der nationalen Arbeit, der Grad der internationalen Verflechtungen des eigenen Kapitalmarktes zu denen der übrigen mit ihm in geldlichen Beziehungen stehenden Länder, sowie die Kreditorganisation der Banken und Börsen und nicht zuletzt ein geordnetes Währungssystem mit einer entsprechend zugeschnittenen staatlichen und kommunalen Wirtschafts- und Steuerpolitik.[17]) Somit richtet sich die Höhe des Zinses keineswegs ausschließlich nach der möglichen Rentabilität des Kapitals.[18]) Neben rein wirtschaftlichen Zinsveränderungsursachen sind gegenwärtig auch solche politischer Art häufiger als vor dem Kriege erkennbar. Nicht selten führen aus der politischen Konstellation des Staates herrührende Erscheinungen, von denen der Kapitalmarkt eine ungünstige Beeinflussung des Wirtschaftslebens erfahren könnte, zu einem äußerst geringen Angebot an Kapital, da man vermutet, daß das Anwachsen des Risikos die Festlegung von Kapitalien für lange Fristen nicht mehr ratsam erscheinen läßt.[19]) Die verschiedenartige Höhe des Zinsfußes im allgemeinen und eine Erhöhung desselben im besonderen schafft jeweils eine Auslese unter den Möglichkeiten der Kapitalnutzung. Erhöhter Zinsfuß schreckt die Unternehmer von neuer Kapitalanlage ab; denn jeder rechnende Unternehmer wird vor der Aufnahme eines Produktivkredits die Verzinsungsmöglichkeit und den voraussichtlichen Ertrag des zu investierenden Kapitals im Vor-

[9]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 38, 39.
[10]) Grundriß der Sozialökonomik, 4. Abteilung, Tübingen 1925, S. 377.
[11]) Schmollers Jahrbuch, Jahrgang 1909, S. 445 ff.
[12]) G. Cassel, a. a. O. S. 202/3.
[13]) G. Cassel, a. a. O. S. 202. G. Halm, Studien zur Theorie des Geld- und Kapitalmarktes, Dissertation München 1925, S. 24.
[14]) G. Cassel, a. a. O. S. 202.
[15]) A. Weber, Der Kampf zwischen Kapital und Arbeit, Tübingen 1921, S. 429.
[16]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 139.
[17]) H. Albert, Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895—1908, Leipzig 1910, S. 5, 6. J. Plenge, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin 1913, S. 262—64.
[18]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 140.
[19]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 148. — G. Cassel, a. a. O. S. 203.

aus abzuschätzen suchen, und erst von dem Ergebnis dieser Schätzung die Hereinnahme von Kapital abhängig machen.[20]) Die Höhe des Zinses entscheidet somit darüber, ob und inwieweit Produktionsausdehnung noch möglich ist.

Das Bild der Zinsentwicklung am Kapitalmarkt zeigt — in großen Linien gesehen — eine gewisse Konstanz des Zinsfußes, im Gegensatz zu dem des Geldmarktes, dessen Zins bereits auf die kleinsten Veränderungen im Wirtschaftsleben reagiert. Diese Erscheinung ist darauf zurückzuführen, daß der langfristige Kredit für längere Zeit eine Bindung erfährt und die Ausschüttung eines immer gleichbleibenden Gewinns für längere Zeit gewährleistet. Infolgedessen wirken sich auch Kapitalmangel und Kapitalüberfluß zuerst auf den Zinsfuß des kurzfristigen Kreditmarktes aus.[21]) Erst später machen sich diese Bewegungen auch auf dem langfristigen Kreditmarkt bemerkbar. Es kann somit gesagt werden, daß der Kapitalmarktzins die Basis für die Tendenz der Geldmarktzinssätze abgibt. Denn nur die tatsächlich vorhandene Menge realer Kaufkraft, nicht die der zusätzlichen, bestimmt auf die Dauer den Zins. „Das Angebot von „Geld", von Anpassungs- und Zirkulationskredit kann von den Banken beliebig vermehrt werden, das Angebot von Kaufkraft dagegen, die auf Sachgütern und Leistungen fußt, wodurch zuletzt aber allein reale Kaufkraft vermittelt wird, ist eng begrenzt. Weil nur diese reale Kaufkraft auf die Dauer etwas bedeutet, ist es erklärlich, daß diejenigen, die langfristigen Kredit suchen, sich an den Kapitalmarkt wenden, d. h. an den Markt, der brachliegende Kaufkraft den Kreditsuchenden zuführt. Für kurzfristige Kredite dagegen kann auch der von den Banken kreierte Zirkulationskredit recht wohl in Anspruch genommen werden. Man begreift daher, daß der Zins am Geldmarkt, wo die Menge der angebotenen durch formale, aus dem Nichts geschaffene Kaufkraft erweitert wird, andern Regeln unterliegt als am Kapitalmarkt."[22]) Dieser gliedert sich:

1. In den Markt des Kredits der gewerblichen Unternehmungen. Hierher gehört insbesondere der Kuxen-, Aktien- und Obligationenmarkt.
2. In den des Hypotheken- und Pfandbriefmarktes.
3. In den sogen. Rentenmarkt, unter den die Schuldverschreibungen der öffentlich-rechtlichen Körperschaften fallen, insbesondere die Anleihen des Reiches, der Länder und der Kommunen.[23])

1. Die Aktien und Industrieobligationen.

Die Aktien und Industrieobligationen, die Gruppen des langfristigen Industriekredits nehmen eine führende Rolle auf dem Kapitalmarkt ein. Denn die industriellen Unternehmungen verschaffen sich die Mittel zur Befriedigung ihres langfristigen Kredits durch Ausgaben dieser Arten von Papieren.[24]) Der Hypothekarkredit als solcher, so bedeutungsvoll er für den städtischen Grundbesitz und die Landwirtschaft ist, kommt für die Industrie weniger in Frage, denn die Hypothekenbanken, die Hypothekardarlehen auf der Grundlage mündelsicherer Pfandbriefe ausgeben, pflegen begreiflicherweise bei der Beleihung von Industrieanlagen, deren Real- und Nutzungswert großen Schwankungen durch Konjunkturen unterworfen sein kann, infolge des damit verbundenen Risikos einige Zurückhaltung. Nur in den Fällen, wo die Hypothek während ihrer Laufzeit allein schon durch den bleibenden, vom wirtschaftlichen Erfolg der Fabrik losgelösten Arealwert unbedingt gesichert erscheint, nehmen die Aktienhypothekenbanken auch Industriebeleihungen vor.[25]) Für die Industrie ist die typische Unternehmungsform die Aktiengesellschaft. Ihre Finanzierung erfolgt durch die Emission von Aktien, die sich an jene Gruppen von Kapitalisten wenden, welche Geld-

---

[20]) W. Lexis, Allgemeine Volkswirtschaftslehre, Leipzig 1913, S. 160.

[21]) A. Weber, Allgemeine Volkswirtschaftslehre, München und Leipzig 1927, S. 437. .... Am Kapitalmarkt erscheint der Zins als statischer Dauerpreis, am Geldmarkt aber als dynamischer Preis, als Regulator der jeweiligen Konjunkturschwankungen.

[22]) A. Weber, Depositen- und Spekulationsbanken. Leipzig 1915. S. 170/71.

[23]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 8.

[24]) W. Lexis, a. a. O. S. 163.

[25]) A. Weber, Allgemeine Volkswirtschaftslehre. München und Leipzig 1927. S. 414. — F. Bendixen, Geld- und Kapital, Jena 1920. S. 204—7.

kapitalien für längere Dauer an eine aktiengesellschaftliche Unternehmung hingeben wollen. Es liegt nicht im Wesen der Aktie, kurzfristiges Kapital zu suchen, da das Kapital von der AG. nicht zurückgegeben werden soll und auch oft gar nicht zurückgegeben werden kann. Jedoch erfolgt auch bei der Emission eine Inanspruchnahme des Geldmarktes, sei es, daß nicht genügend Kapital für den dauernden Zweck als Unternehmungskapital vorhanden ist, oder sei es, daß die Aktie als Spekulationsobjekt begehrt wird. Immer erfolgt jedoch die Hergabe flüssigen Geldkapitals für eine dauernde Anlage.[26]) Sie ist also das Bindeglied zwischen Geldmarkt und langfristiger Anlage.[27]) Da auf den sog. Effektenbörsen für die Aktien sich jederzeit ein Marktpreis herausbildet, so besteht für die einzelnen Besitzer die Möglichkeit, eine Veräußerung der Aktien vorzunehmen, ohne das diesen zugrundeliegende Unternehmungskapital in seiner Größe zu berühren. Dabei liegt die Hauptursache für die Wertbewegung der Aktie in den Veränderungen des Wirtschaftslebens, der Rentabilität des Unternehmens selbst und der allgemeinen Kreditbedarfslage.[28]) Dieses Auf und Ab muß selbstverständlich den Wert der Aktie ändern, da ja der Wert des Produktivkapitals auch eine Aenderung erfährt. Ein weiterer Faktor der Kursbewegung dürfte in der verschiedenartigen Höhe der Dividende liegen.[29]) Da die Höhe des zu erwartenden Gewinns nur annähernd geschätzt werden kann, besitzt jede Aktie ein aleatorisches Moment und ist dadurch Gegenstand der Spekulation.[30]) Ausgenommen die altbegründeten Unternehmungen mit stetigem Betrieb, wo die früheren Dividenden einigen Anhalt für die Beurteilung bieten; aber auch nur in normalen Zeiten und nicht in Perioden der Konjunkturschwankungen.[31]) Was sind nun die Wirkungen der verschiedenartigen Höhe der Dividende? Eine hohe Dividende bewirkt eine Steigerung des Kurses des betreffenden Papieres und diese kann sogar soweit gehen, daß der kapitalisierte Wert der Aktie weit über dem des dahinter stehenden Vermögenswertes liegt. Es ist deshalb erforderlich, mit steigender Dividende einen höheren Zinssatz zur Kapitalisierung anzuwenden, welcher mit abhängig ist von der Höhe des landesüblichen Zinsfußes.[32]) Steigt dieser, so erfährt auch der Kapitalisierungszinssatz eine Erhöhung. Folglich ergibt sich: steigender Zinssatz — sinkende Aktienkurse. Ein Sinken der Aktienkurse tritt jedoch nicht ein, wenn mit gleichzeitigem Steigen des Zinssatzes auch ein Steigen der Dividende einhergeht. Weiterhin haben steigende Dividenden bei sinkendem Zinsfuß eine Kurssteigerung der Aktien zur Folge und umgekehrt ein Sinken der Dividende und ein Steigen des Zinsfußes einen Kursrückgang.[33]) Weiterhin erscheinen noch andere Imponderabilien für die Bewertung der Aktien mit maßgebend, wenn auch oft nur teilweise, so z. B. Emission junger Aktien, Ausgabe von Obligationen.

Die Ausgabe von Schuldverschreibungen, die eine übersehbare feste Belastung des Ertrages gewährleistet, kann oft zweckmäßiger sein als die Ausgabe gewinnberechtigter Aktien. Denn die Obligationen sind, da sie vom Emittenten nach Ablauf bestimmter Fristen gekündigt werden können, konvertibel. Die Emission der Obligationen, wie auch das Ausgabeagio und das Rückzahlungsaufgeld erfolgt

---

[26]) A. Weber, a. a. O. S. 439.

[27]) H. Albert, a. a. O. S. 83. . . . . Die Kapitalanlage in Aktienwerten bildet eine Unternehmungsform, die als Bindeglied zwischen der direkten und indirekten Geldkapitalfunktion, zwischen Produktionsmarkt und Geldkapitalleihmarkt angesehen werden kann. In den Dividendenwerten erhält der Uebergang zwischen Leihgeschäft und Produktion eine fast reibungslose Geschmeidigkeit.

[28]) G. Halm, a. a. O. S. 24—39.

H. Albert, a. a. O. S. 54 ff.

[29]) G. Halm, a. a. O. S. 24.

[30]) W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910. S. 33, 106—110, 117.

[31]) A. Weber, a. a. O. S. 442/43.

[32]) W. Prion, a. a. O. S. 111.

[33]) W. Prion, a. a. O. S. 109.

W. Prion, Artikel „Börsenwesen". (Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 2. Bd. 4. Auflage, Jena 1924), S. 1070—75.

und paßt sich daher den Geldverhältnissen der Ausgabezeit an.[34]) Der Erlös aus der Begebung der Obligationenanleihe dient oft zur Konsolidierung einer schwebenden Schuld.[35]) Fast immer jedoch wird eine produktive, technisch ökonomisch veranlaßte Kreditverwendung gewährleistet.[36]) Der technische Investitionszwang ist es, welcher einen hervorragenden Teil der Nachfrage am Kapitalmarkt veranlaßt. Vor allen Dingen in einem Industriestaat, wo immer eine starke, intensive Nachfrage nach Kapital für industrielle Verwendung vorherrscht. Auf diesem Industriekreditmarkt zeigen sich die Veränderungen des wirtschaftlichen Lebens, Aenderungen der gewerblichen Rentabilität, Organisationen der Industrie, Einführungen technischer Neuerungen am deutlichsten und in erster Linie. Mithin erfolgt die Bewegung des Zinsfußes für langfristige Anlagen hauptsächlich den Kreditbedürfnissen der Wirtschaft entsprechend.[37])

2. Der Hypothekarkredit.

Während der Hypothekarkredit für die Industrie — wie schon bemerkt — infolge der zu wenig feststehenden Sicherung als wenig geeignet erscheint, bietet er für die Landwirtschaft und für städtischen Grund und Boden die größte Sicherung, da die hypothekarische Belastung nach der Höhe des Nutzungswertes erfolgt.[38]) Die Ausgabe der Hypothekdarlehen ist nun größtenteils aus privaten Händen auf die großen Bodenkreditinstitute übergegangen, die sich durch Ausgabe von Pfandbriefen die Mittel zur Beleihung verschaffen. Der nominelle Zinsfuß der Hypothekenbankpfandbriefe muß sich immer unterhalb eines gewissen Niveaus für erstklassige Hypotheken befinden. Der Hypothekenzinsfuß läßt gegenüber dem Pfandbriefzins eine Differenz, die sogen. Zinsspanne, die den Gewinn der Bank bedingt. Die durch die Emission von Pfandbriefen gewonnenen Barkapitalien werden auf sichere Hypotheken ausgeliehen. Eine Hypothekenbank kann auf dem Kapitalmarkt eine neue Emission von Pfandbriefen nur dann unterbringen, wenn sich der Nominalzins dem herrschenden Wertpapierzinsfuß anschließt.[39]) Diesem Wertpapierzinsfuß müssen sich alle Instanzen, die den Kapitalmarkt durch Ausgabe festverzinslicher Wertpapiere in Anspruch nehmen wollen, bis zum Staate hinauf unterwerfen. Infolge der Gewährung des Kredits auf der Grundlage von Pfandbriefen ergibt sich nun die Tatsache, daß die auf die Kurse der Anlagepapiere einwirkenden Momente indirekten Einfluß auf den Hypothekenzinsfuß ausüben.[40]) Hypothekenzinsfuß und Wertpapierzinsfuß entwickeln sich also in Uebereinstimmung. Der Hypothekenzins hat die Eigentümlichkeit, daß er schwer beweglich ist und insbesondere den Geldmarktveränderungen nur langsam folgt. Erst größere und langandauernde Zinsschwankungen, also nicht die Fluktuationen des Geldmarktes machen sich auf dem Hypothekenmarkt bemerkbar und zwingen die Institute zu einer Aenderung des Nominalzinsfußes.[41]) Dementsprechend muß auch eine Aenderung des Hypothekenzinsfußes erfolgen, sollen die Institute nicht mit Verlust arbeiten. So wird bei langandauerndem Kursstand der Pfandbriefe über pari zu einer Herabsetzung des Pfandbriefzinses geschritten mit gleichzeitiger Herabsetzung des Hypothekenzinsfußes; aber die Herabsetzung des Hypothekenzinsfußes findet erst geraume Zeit nach der des nominellen Pfandbriefzinsfußes statt.[42]) Dieses sogen. Nachhinken der allgemeinen Entwicklung wird zu einem besonderen Merkmal dieses Marktes.

---

[34]) W. Prion, „Börsenwesen". (Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 2. Band. 4. Aufl. Jena 1924) S. 1070.

[35]) Ring-Schachian, Die Praxis der Aktiengesellschaften. Berlin 1929, S. 133.

[36]) A. Salz, Artikel: Kapital, Kapitalformen, Kapitalbildung, Kapitaldynamik. (Grundriß d. Sozialökonomik, 2. Teil, Tübingen 1915) S. 108, 152.

[37]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 146.
G. Cassel, a. a. O. S. 208 ff.

[38]) A. Weber, a. a. O. S. 414.

[39]) H. Albert, a. a. O. S. 29.
H. Bichmann, Der Zinsfuß seit 1895. Stuttgart 1912, S. 135 ff.

[40]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 155.
H. Albert, a. a. O. S. 42—52.

[41]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 155.

[42]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 155.

Da der Hypothekenzinsfuß eine gewisse Konstanz aufweist, und bei dem Aus maß des Hypothekarkredits eine bedeutsame Rolle im Wirtschaftsleben spielt, s wird er als richtunggebend für die Zinsentwicklung eines Landes angesehe und deshalb als landesüblicher Zinsfuß bezeichnet.[43]) Diese Ansicht ist jedoch i der Literatur nicht unbestritten geblieben. Ein Teil der Theoretiker vertritt di Auffassung, daß der Staatspapierzinsfuß den landesüblichen Zinsfuß charakteri siere, da er im Stande sei, der Entwicklung des Geldmarktes sich einigermaße eng anzupassen.[44]) Diese Eigenschaft des Staatspapierzinsfußes erscheint meine Erachtens jedoch nicht ausschlaggebend, da der Staat seine Stellung als mächt tigster Kreditsucher zur Erkämpfung von Sondervorteilen ausnützen kann.[45] Viel mehr für sich hat die Theorie, die den Hypothekenzinsfuß mit dem Hinwei darauf, daß er am wenigsten den Aenderungen unterworfen ist, zum landes üblichen Zinsfuß macht.[46]) Der Hypothekarkredit erstreckt sich über alle Wirt schaftszweige und ist zu einer auch im heutigen Wirtschaftsleben noch geltende universalen Kreditform geworden.[47]).

3. Der Rentenmarkt.

Was den Rentenmarkt betrifft, so finden wir dort Staats- und Kommunal anleihen mit verschiedenartigem Zinsfußtypus und mannigfaltigem Tilgungs- un Konvertierungsmodus. Neben diesen bekanntlich zinsbeeinflussenden Mo menten ist es vor allem die Lage des Staatshaushaltes, die Steuerfähigkeit de Bürger, der politisch-volkswirtschaftlich und speziell gewerbliche Zustand, nach denen die Bewegung des Zinsfußes dieser Papiere erfolgt.[48]) So erleben wir in Zeiten aufsteigender Wirtschaftskonjunktur, wo vorhandene ruhende Kapitalien in die Erwerbswirtschaft übergeführt werden, eine Senkung der Kurse der Staats papiere. Ein Einsetzen wirtschaftlicher Depression löst die Abwanderung de Kapitals zu den sicheren Anlagen aus.[49]) Es ist keine Seltenheit, daß die öffent lichen Körperschaften ihre neuen Emissionen umso leichter unterbringen, je meh die Dividendenpapiere durch Rückschläge der Wirtschaft in Mitleidenschaft ge zogen werden. Machen die Kapitalansprüche des Reiches und der Kommunen an den Kapitalmarkt während der Stagnation größere Beträge aus, so können sich die Fernwirkungen beim gewerblichen Aufschwung dadurch bemerkbar machen daß „sich die Erschöpfung der freien Geldmittel und Vermögenssubstanz und da mit die Verschärfung der Kreditlage rascher vollziehen als sonst" und dadurch den Zinsfuß emportragen.[50])

Besonders wichtig für die weitere Kursgestaltung eines Papieres ist die Wah des Nominalzinsfußes bei Neuemissionen. Erfolgt die Herausgabe eines Papieres

---

[43]) W. Lexis, a. a. O. S. 161.

[44]) E. Voye, Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechsel seitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfußes in Preußen von 1807—1900 Dissertation Halle 1902, S. 15.
H. Albert, a. a. O. S. 37.

[45]) H. Bichmann, a. a. O. S. 9.
J. Kahn, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815. Dissertation Berlin. 1902.

[46]) G. Cassel, a. a. O. S. 190.

[47]) Vergleiche Pfandbriefemissionsstatistik S. 51, Tabelle IV.

[48]) W. Lexis, a. a. O. S. 161.
H. Albert, a. a. O. S. 107/8.

[49]) G. Cassel, a. a. O. S. 559.
W. Lexis, a. a. O. S. 161.
R. Stucken, Artikel: Grundsätze für die Anleihepolitik, Archiv für Sozial wissenschaft und Sozialpolitik, 57. Band. 1927, S. 759—60.

[50]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 153. Im Gegensatz hierzu bemerkt H. Albert, a. a. O. S. 107/8, daß ein unmittelbarer Einfluß staatlicher und kom munaler Kapitalansprüche auf die Zinsfußbewegung sich nicht feststellen läßt.

mit höherem Nominalzinsfuß als andere am Markt befindlichen Papiere gleicher Art, so wird ein Fallen der Werte mit niedrigem Zinsfuß eintreten. Hingegen wird der Kurs steigen, sobald man an die Einführung eines niedriger verzinslichen Papieres herangeht.[51]) Diese Tatsachen gelten für alle hierher gehörigen Papiere des langfristigen Marktes, sowie auch für die Kursgestaltung aller langfristigen Effekten, die sich mehr oder weniger den Schwankungen des landesüblichen Zinsfußes anschließen. Erfährt dieser eine Steigerung, so werden festverzinsliche Effekten nur dann gekauft, wenn eine Heraufsetzung des Nominalzinssatzes erfolgt oder bei unveränderlichen Nominalzinsen eine dem veränderten Landeszinsfuß entsprechende Kurssenkung eintritt.[52])

---

[51]) W. Prion, Artikel „Börsenwesen." (Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 2. Band. 4. Auflage Jena 1924) S. 1070.

[52]) W. Prion, Artikel „Börsenwesen". a. a. O. S. 1067 und 1070.

2. Abschnitt:

Die Wechselbeziehungen zwischen Geld- u. Kapitalmarkt.

1. Der Einfluß des Diskontes auf den Kapitalmarkt.

Dem Hypothekenzinsfuß als dem landesüblichen Zinsfuß steht gegenüber der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit, der Diskont. Dieser unterliegt größeren Schwankungen, da sich außerordentlich leicht auf diesem Markt infolge der allgemeinen wirtschaftlichen Konjunkturen ein Mangel oder ein Ueberfluß an Geldmitteln herausstellen kann.[1]) Die Höhe des Diskontsatzes richtet sich, wie die Höhe des Leihzinses überhaupt, nach dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage. Zwischen der Gestaltung der Höhe des landesüblichen Zinsfußes und des Diskontsatzes besteht aber ein Wesensunterschied, der durch die Natur des kurzfristigen Geldkredits bedingt wird. Für die Höhe des landesüblichen Zinsfußes ist auf die Dauer weder der Umfang der Geld- und Geldsurrogatmenge, noch der Umfang der Zirkulationsmittel maßgebend. Für ihn ist vielmehr entscheidend der Umfang der vorhandenen Kapitalien — oder präziser ausgedrückt —: das Verhältnis zwischen der Größe dieser Kapitalien und der Größe der durch sie zu leistenden wirtschaftlichen Arbeit.[2]) Dagegen ist die Höhe des Distkontsatzes nur in geringstem Maße von der Lage des Kapitalmarktes abhängig, sie richtet sich vielmehr in erster Linie nach der jeweiligen Situation des Geldmarktes, ist Maß des Bedarfs nach Geldkapital und Ausdruck des Verhältnisses zwischen diesem Bedarf und dem vorhandenen Angebot.[3]) Infolge dieser Verschiedenheit der Faktorenkomplexe, die die Höhe des Zinssatzes schlechthin und die des Diskontsatzes bestimmen, pflegt auch die Höhe des Diskontsatzes in der Regel ziemlich weit von der Höhe des landesüblichen Zinsfußes abzuweichen. Der Diskont weist sogar im Durchschnitt längerer Perioden eine manchmal nicht unbeträchtlich zunehmende Differenz auf. Die Faktoren, welche die Differenz zwischen der Höhe der beiden Zinssätze bestimmen, sind folgende:[4]) bei Gewährung eines langfristigen Kredits wirken die manchmal auf Jahre hinaus vorauszusehenden Verschiebungen der Kapitalmarkt-Konjunkturen mit ein auf die Höhe des Zinssatzes und zwar insofern, als die Abschätzung der Konjunkturen eines längeren Zeitraumes auf die Höhe des zu zahlenden Zinses einwirkt. Diese Mitbeeinflussung fällt bei der Gewährung eines kurzfristigen Kredits fast vollständig fort, da nur die spezielle Situation des Augenblicks zu Rate gezogen wird.[5]) Weiterhin ist auch die verschiedene Intensität des Bedarfes nach verschiedenen Kapitalsarten zu berücksichtigen. Die Differenz zwischen dem Diskontsatz und dem Satz z. B. für Hypothekendarlehen ist nicht etwa nur auf die verschieden starke Nachfrage nach verschiedenen Geldkapitalsarten zurückzuführen, sondern auf die Höhe des vorhandenen Geldangebotes, die nach vorübergehender oder nach dauernder Anlage sucht.[6]) Wenn auch ein wesentlicher Unterschied zwischen dem Diskont und dem landesüblichen Zinsfuß besteht, so macht sich doch die verschiedenartige Höhe auf dem Kapitalmarkt bemerkbar. Erfährt der Diskont eine Steigerung, so beobachten wir ein Fallen der Kurse, obwohl sich in den Verhältnissen der Gesellschaften und sonstiger Gemeinschaften

---

[1]) A. Weber, a. a. O. S. 437.
[2]) G. Cassel, a. a. O. S. 189.
A. Weber, a. a. O. S. 262.
[3]) A. Weber, a. a. O. S. 438.
[4]) A. Weber, a. a. O. S. 438.
[5]) W. Prion, a. a. O. S. 110—113.
H. v. Beckerath, a. a. O. S. 159/60.
[6]) O. Schwarz, a. a. O. S. 115.

nichts geändert zu haben braucht.[7]) Für die Wertpapierspekulation bedeutet die Erhöhung eine Umwandlung aller Rentabilitätsberechnungen, denn die Käufer gedenken nun zu den sich ergebenden neuen Wertberechnungen zu kaufen.[8]) Zudem bedeutet ein steigender Diskont zur Zeit der Heraufsetzung des Diskontsatzes eine vorerst noch gleichbleibende Nachfrage nach dem verfügbaren Geldkapital. Erfährt diese Nachfrage eine weitere Steigerung und erfolgt gleichzeitig eine weitere Erhöhung des Zinssatzes, so ergibt sich für die das Angebot übersteigende Nachfrage die Notwendigkeit, infolge des Kapitalmangels zur Befriedigung der dringendsten Bedürfnisse andere Kapitalanlagen zu realisieren. So z. B. Verkauf von Wertpapieren, wodurch nun der an und für sich schon eingetretene Kursrückgang noch größer wird, und somit die Kursbewegung in ein Mißverhältnis zu dem Wert des Papieres gerät.[9]) Umgekehrte Erscheinungen zeigen sich beim Sinken des Diskontsatzes. Das unbeschäftigte Geldkapital auf dem Geldmarkt führt zur vermehrten Anlage in hochverzinslichen Wertpapieren und dementsprechend auch zu langsamen Kurssteigerungen, da die Rendite dieser Papiere lockt.[10]) Jedoch erweist sich, auf die Dauer gesehen, der Geldmarkt als der stärkere in seinem Konkurrenzkampf mit dem Kapitalmarkt; denn jener hat es jederzeit in der Hand, durch Heraufsetzung des Diskontes die an den Kapitalmarkt geflossenen Gelder wieder zurück zu locken. Der Geldmarkt zwingt sogar, um seine Herrschaft zu behaupten, unter Umständen die Nachfrage nach langfristigem Kapital in seinen Bereich (prolongierte Akzeptkredite, langfristige Kontokorrentguthaben.[11]) Der Diskontsatz der Reichsbank zeigt im Gegensatz zum Privatdiskont, der als der eigentliche Ausdruck der tatsächlichen Geldmarktlage in andauernder Veränderung sich befindet, eine gewisse Stabilität auf meist längere Zeit. Aber diese Zeitspanne erscheint kurz im Verhältnis zu den Perioden, innerhalb deren sich der Nominalzinsfuß der Wertpapiere und der Hypothekenzinsfuß ändert.[12])

2. Der Konjunkturverlauf am Kapital- und Geldmarkt.

Der Unterscheidung von Geld- und Kapitalmarkt kommt bei der Beobachtung des Konjunkturwandels eine sehr große Bedeutung zu. Dies zeigt sich vor allem bei der verschiedenartigen Verwendung der den beiden Märkten entnommenen Kapitalien. Befindet sich die Konjunktur in aufsteigender Linie, so sehen wir einen verhältnismäßig niedrigen Zinsfuß am Geld- und Kapitalmarkt.[13]) Die privaten Unternehmungen nehmen diese für sie günstige Lage wahr. Fabrikerweiterungen, Neugründungen, erhöhter Absatz sind die Folge. Die wirtschaftliche Lage erfährt eine Hebung. Das Publikum flieht aus den Rentenpapieren in Industriepapiere, um teilzuhaben an dem Gewinn, welchen die aufsteigende Konjunktur verspricht. Die durch den niedrigen Zinsfuß hervorgerufene Verschiebung des

---

[7]) W. Prion, a. a. O. S. 112/13, 165. A. Weber, a. a. O. S. 444.

[8]) W. Prion, a. a. O. S. 113.

[9]) W. Prion, a. a. O. S. 113. ... Das Mißverhältnis zwischen Kapitalvorrat und Nachfrage kann ein derartig großes werden, daß sich ein offener Gegensatz zwischen der Kursbewegung, die durch anhaltende Verkäufe nach unten neigt, und dem Werte der Aktie, soweit er in den speziellen Verhältnissen der Gesellschaft wurzelt, herausbilden kann.

[10]) W. Lexis, a. a. O. S. 163. H. v. Beckerath, a. a. O. S. 153. W. Prion, a. a. O. S. 113.

[11]) O. Schwarz, a. a. O. S. 114, 116. H. v. Beckerath, a. a. O. S. 30, 31, 152, 157. W. Prion, a. a. O. S. 102/3. A. Weber, a. a. O. S. 437. ... Führt die am Geldmarkt aufgenommene Kapitaldisposition zu einer unmittelbaren Verwendung von Kapitalgütern, geschieht es in der Erwartung, daß schon nach kurzer Frist die für die Produktion verwandte Kapitaldisposition wieder zur Verfügung stehen wird.

[12]) H. v. Beckerath, a. a. O. S. 159. ... Beim kurzfristigen Kredit paßt sich die Zinslage schneller und intensiver der veränderten Kreditlage an als beim langfristigen, wo es immer etwas dauert, ehe man den Bestand der veränderten Lage glaubt und sich demgemäß mit dem Zinsfuß einrichtet. H. Bichmann, a. a. O. S. 135 ff. — E. Voye, a. a. O. S. 17. — H. Albert, a. a. O. S. 51 ff.

[13]) G. Cassel, a. a. O. S. 559. — W. Lexis, a. a. O. S. 163.

Verhältnisses zwischen Kapitalbildung und Kapitalverwertung bewirkt nun ihrerseits eine Veränderung des Zinsfußes. Der Zinsfuß steigt. Wenn auch die Kapitalbildung Fortschritte macht, da der Unternehmergewinn als die wichtigste Quelle des Sparkapitals sich stark entwickelt,[14]) so kann sie doch nicht dem Steigerungstempo der Kapitalinvestition folgen. Zwar wird die Anspannung des Kredits ein Steigen des Zinsfußes und damit Verteuerung der Produktion bedingen, aber die Steigerung der Preise ist meist rascher und ermöglicht höheren Zins zu zahlen. Das Ansteigen des Zinsfußes müßte die Tendenz haben, den Kurswert der Aktien zu senken, aber da die Preise und damit die Rentabilität meist rascher steigen als der Zinsfuß, so wachsen auch die Aktien im Kurse.[15]) Der Umfang der Nachfrage nach Sparkapital ist durch die Produktion fester Anlagen bestimmt. Am Höhepunkt der Konjunktur jedoch finden wir Kreditnot und hohen Zins auf der einen Seite, hohe Produktion von Produktivkapital auf der anderen.[16]) Erst in der Depression wird die Produktion von produktiven Kapital infolge des schlechten Ertrages zurückgehen und der Zinsfuß sinken. Dieser niedrige Zinsfuß wirkt dann als Stimulus zu erneuter weiterer Erzeugung von produktiven Kapital und führt von der vorübergehend eingetretenen Stockung wieder zum allmählichen Aufschwung. Wie wir oben schon erwähnt haben erfolgt bei Aufschwung der Konjunktur eine Flucht aus den fest verzinslichen Papieren in die Dividendenpapiere, die nun bis zur Hochkonjunktur im Kurse steigen, während die fest verzinslichen Papiere infolge der Knappheit des Kapitalmarktes eine Deroute aufweisen.[17]) Ebenso ist auch das Ansteigen der Konjunktur für die Begebung neuer festverzinslicher Papiere wenig günstig. Hingegen ist der Kapitalmarkt um so bereitwilliger Aktienemissionen aufzunehmen. Sobald sich aber die ersten Ansätze melden, die auf den Rückgang der Konjunktur schließen lassen, schwindet das Interesse des Kapitalmarktes an den Dividendenpapieren und wendet sich wieder in erhöhtem Maße den festverzinslichen Werten zu.[18]) Bei der Hochkonjunktur macht sich denn auch daher eine Knappheit des Kapitals durch den Kursrückgang der Dividendenpapiere bemerkbar, der erst mit Aufschwung der neuen Konjunktur wieder einer aufsteigenden Bewegung Platz macht. Es spiegelt sich deshalb gerade in den Kursen der Dividendenpapiere der Konjunkturverlauf am besten wieder, ja er findet sogar in diesen oft seinen zahlenmäßigen Ausdruck.[19]) Am Geldmarkt hingegen kommt es bei der Hochkonjunktur zu einer Abschnürung kurzfristiger Kredite, da der Geldmarkt zur Speisung der Ansprüche des Kapitalmarktes mit herangezogen wird.[20]) Da aber gerade im Verlauf der Hochkonjunktur eine verstärkte Nachfrage nach kurzfristigem Kapital auftritt, die Mittel zu ihrer Befriedigung aber bereits langfristig am Kapitalmarkt gebunden sind, so klettert der Geldmarktzins ungewöhnlich hoch empor, eine Folge der auffallenden Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage. Die Depression erst läßt den Zins wieder auf ein erträgliches Maß zurückfallen.[21])

---

[14]) G. Cassel, a. a. O. S. 559.

[15]) A. Weber, a. a. O. S. 441. — W. Lexis, a. a. O. S. 163. — G. Cassel, a. a. O. S. 559.

[16]) A. Weber, a. a. O. S. 441.

[17]) G. Cassel, a. a. O. S. 559, 560.

[18]) W. Lexis, a. a. O. S. 163. — O. Schwarz, a. a. O. S. 117. — G. Cassel, a. a. O. S. 559, 560. — W. Prion, a. a. O. S. 113. — H. v. Beckerath, a. a. O. S. 152.

[19]) G. Cassel, a. a. O. S. 560.

[20]) A. Weber, a. a. O. S. 440. — Grundriß der Sozialökonomie, 4. Abteilung, 1. Teil, Tübingen 1925, S. 365.

[21]) A. Weber, a. a. O. S. 440, 441. — H. v. Beckerath, a. a. O. S. 152.

II. KAPITEL

Die allgemeinen Verhältnisse am deutschen Kapitalmarkt in den Jahren 1924—1927.

1. Der Kapitalschwund während des Krieges und der Inflation.

Bei Ausführung dieses Abschnittes sind wir genötigt, in kurzen Zügen auf die Tatsachen zurückzugreifen, die dem deutschen Kapitalmarkt mit Beginn der Stabilisierung sein Gepräge gaben. Man kann hier ökonomische und psychologische Folgeerscheinungen des Krieges und der Inflation unterscheiden.[1]) In der Periode der Kriegs- und Nachkriegszeit kam es zu einer erheblichen Zerstörung des Produktionsmittelapparates. In der Landwirtschaft ist in dieser Zeit der Not Raubbau getrieben worden. Die dadurch hervorgerufene Außerachtlassung „des Gesetzes der Statik" führte als notwendige Konsequenz zu einer Verarmung des Bodens, zu einem Rückgang unseres Viehbestandes, zu einer Kapitalvernichtung. Aehnlich in der Industrie. Der Krieg zeitigte erhöhten Verschleiß aller Waren. Die Absatzmöglichkeit der für Kriegsbedarf nötigen Güter war demnach eine unbegrenzte. Nur um die Leistungsmöglichkeit handelte es sich. Diese entstand auf einer ungeheuren Produktionsbasis. Sie konnte errichtet werden, weil die Finanzierung, je mehr die Finanzpolitik zur Inflation führte, eine in jeder Hinsicht leichte war. Schon während des Krieges gewährte der Staat selbst bei Kriegslieferungen die Mittel zur Erweiterung der Anlagen. Die Reichsbank war im höchsten Grade freigebig in Diskontierungen. Die Banken gewährten Kredite, ohne zu erkennen, daß sie damit nur den von der Reichsbank gegangenen Weg, der zur Inflation drängte, weiter unterstützten, daß sie gegen Hingabe guten Geldes schlechtes zurück empfingen. Nachdem Deutschland schon im Kriege alle seine Kräfte aufs äußerste angespannt und seine volkswirtschaftlichen Reserven, insbesondere auch in ausländischen Wertpapieren und sonstigen Forderungen, weitgehend verbraucht hatte, wurde es durch den Vertrag von Versailles und durch die Abschnürung der volkswirtschaftlich lebenswichtigen Gebiete am Rhein und Ruhr in seinen Grundfesten erst vollends erschüttert. Hand in Hand mit den wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Ursachen der Markentwertung ging die fortschreitende Erschütterung des Vertrauens in eine schließliche Stabilisierung. Der Kapitalmarkt versagte vollständig, die Zinssätze stiegen ins Phantastische,[2]) weil sich in ihnen neben dem eigentlichen Zins auch die Risikoprämie der Geldentwertung geltend machte. Die Kapitalbildung hörte mangels wertbeständiger Anlagemöglichkeit in Inlandswerten schließlich ganz auf. Die noch in Sachwerten erfolgte Festlegung geschah meistens in einer volkswirtschaftlich unerwünschten Weise. Im Chaos dieses Inflationselendes entwickelten sich die Anfänge zum Uebergang einer festen Währung durch Schaffung wertbeständiger Anleihen und zwar auf der Basis von Roggen, Kali, Kohle, Feingold usw.[3]) Bald darauf erfolgte die Errichtung der Rentenbank, die es verstand, den Wert des nationalen Bodens durch Ausgabe von

---

[1]) Psychologische Gründe: Sie mögen vielleicht unerheblich sein; aber beim Sparen sind sie doch die mitbestimmenden Gründe. Sparen ist eine Vertrauensfrage und erst später eine Willensfrage. Der Wille zum Sparen wurde jedoch sehr beeinträchtigt 1. durch das Zerrinnen der Spargroschen, 2. durch die ungeklärten Staatsverhältnisse, so daß man vielfach geglaubt hat, daß hinter den Instituten nicht mehr der Schutz des Staates stehe (politische Einflüsse).

[2]) Vergleiche Tabelle II. S. 50.

[3]) Reichsgesetzblatt 1923, S. 407. Gesetz über wertbeständige Hypotheken.

Rentenbriefen für die neue Währung mobil zu machen. Als ein weiteres Hilfsinstitut zur Stabilisierung und zur Heranziehung ausländischen Kapitals für die kapitalbedürftige deutsche Wirtschaft gründete man die deutsche Golddiskontbank. Durch Gesetz vom 30. August 1924 wurde die Reichsbank als oberste Zentralnotenbank auf eine neue Grundlage gestellt. Die bald einsetzende Umstellung auf Goldrechnung ließ uns erst richtig einen Einblick in den Kapitalschwund der deutschen Wirtschaft tun.[4]) Der größte Teil der Unternehmungen mußte eine Herabsetzung des Aktienkapitals vornehmen, schärfste Zusammenlegung der Aktien waren dabei keine Seltenheit.[5]) Neben diesen empfindlichen Kapitalverlusten trat mit dem Einsetzen der Kreditrestriktionspolitik der Reichsbank im April 1924 eine abermalige Wertverringerung ein, welche die Effektenkurse beinahe halbierte. Die Börse entbehrte des frischen Kapitalzustroms, da natürlich die beträchtlichen Verluste des Stinneskonzerns und anderer Konzerne abschreckend wirkten. Außerdem waren die Wirtschaftunternehmungen durch die erhöhten Löhne und sozialen Lasten und durch die außerordentliche Zunahme des Steuerdrucks ungewöhnlich hoch belastet.[6]) Aus den genannten Gründen hatte die deutsche Volkswirtschaft einen beträchtlichen Kapitalbedarf zu befriedigen, wozu jedoch die im Inland befindliche Kapitalmenge nicht ausreichte.[7]) Denn die Kapitalbildung auf dem Wege des Sparens setzte nur sehr langsam ein, einmal weil die Inflationsverluste schon eine hinreichende Begründung für zögernde Spartätigkeit boten, und zweitens, weil von dem geringen und mit den tatsächlichen Verhältnissen nicht übereinstimmenden Einkommen nur geringe Teile zur Kapitalbildung frei wurden.

---

[4]) Bericht der „Tagung des Vereins zur Wahrung der gemeinsamen wirtschaftlichen Interessen in Rheinland und Westfalen" (Langnamverein) Düsseldorf 19. 6. 1928. Im Jahre 1913 betrug das eingezahlte Aktienkapital plus echte Reserven der vorhandenen 4773 deutschen Aktiengesellschaften 19,3 Milliarden Mark. Bei der Goldmarkeröffnungsbilanz im Jahre 1924 war die Anzahl der Aktiengesellschaften auf 9372 gestiegen. Das Unternehmungskapital betrug 17,5 Milliarden Mark. Trotz der ungefähren Verdoppelung der Gesellschaften und trotz der inzwischen eingetretenen Geldentwertung hatte das in Aktiengesellschaften arbeitende Kapital einen erheblichen Rückgang zu verzeichnen.

[5]) A. Müller, Wege zur Kapitalbildung in Deutschland. Leipzig 1926, S. 9, 10. — Wirtschaft und Statistik, Jahrgang 1925, S. 373.

[6]) A. Müller, a. a. O. S. 29.

[7]) H. Luther, Von Deutschlands eigener Kraft, Berlin 1928, S. 57—66. — W. Prion, Geldmarktlage und Reichsbankpolitik. Leipzig 1927, S. 3. — Die Reichsbank, Verhandlungen und Berichte der Unterausschüsse für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. 5. Unterausschuß, Berlin 1929, S. 3, 4.

2. Die Kapitalbildung im Zeichen der Auslandskredite und deren Einfluß auf den Kapitalzinsfuß.

Um Deutschland über den toten Punkt hinwegzuhelfen, mußte Kapital vom Ausland zur Verfügung gestellt werden. Die Auslandskredite nahmen daher im Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft seit Eintritt der Stabilisierung unserer Währung eine hervorragende Stellung ein.[1])

Der Zinsfuß eines Landes ist der Gradmesser seines wirtschaftlichen Zustandes. Im normalen Verlauf der Dinge wird der hohe Zinsfuß im Inland im Vergleich zum niedrigen Zinsfuß in anderen Ländern den Zustrom von Kapital herbeiführen.[2]) Das Zinsgefälle wird Anlagekapital im Ausland in das kapitalarme Land hineinströmen lassen, natürlich unter der Sicherheit des Vertrauens in die Wirtschaftskräfte und politische Stabilität des Schuldnerlandes. Denn es ist eine Eigentümlichkeit kapitalistischer Wirtschaftssysteme, die Produktionselemente dorthin zu lenken, wo sie den größten Ertrag versprechen.[3]) Die Differenz zwischen Inlands- und Auslandszins ist also das treibende Moment, das zu Kapitalwanderungen Anlaß gibt. Bei den Auslandskrediten unterscheiden wir, genau wie am heimischen Kapitalmarkt solche mit kurzer oder längerer Kündigungsfrist. Kurzfristige Auslandskredite dienen mit zu einer starken Verflüssigung des Geldmarktes. Jedoch haben sie, wie bekannt, den Nachteil, daß ihr Abruf zu einem für die Wirtschaft ungünstigen Zeitpunkt erfolgen kann.[4]) Ist dagegen das aus dem Ausland hereingeströmte Kapital langfristig angelegt, so wird die völlige Umwandlung in flüssiges Kapital erst wieder nach einer langen Reihe von Jahren erfolgen können. Hierbei gereicht die genaue Kenntnis der Zins- und Rückzahlungstermine zum größten Vorteil. Jedoch ist zu bedenken, daß auch die langfristigen Auslandskredite nicht als vollständig unschädlich anzusehen sind. Gerade in der Investierung auf lange Fristen, wo die Rente in weiter Ferne liegt, also womöglich ungewiß ist, liegen erhebliche Gefahren.[5]) Insbesondere ist die Art der Verwendung der Auslandskredite für die Volkswirtschaft entscheidend. Kapitaleinfuhr zu produktiven Anlagen im Inland führt zu Ergebnissen, welche Zins und Rückzahlung leicht machen und einen erheblichen Gewinn zurücklassen.[6]) Während bei Hereinströmen zu unproduktiven Zwecken die Voraussetzung zur Verzinsung und Amortisierung der Kredite aus ihren Erträgnissen fehlt. Im Ausland aufgenommene Kredite bedeuten eine unmittelbare sofort wirksame Erhöhung des Kapitals, über das die Volkswirtschaft verfügen kann. Folglich mußten die zur unerträglichen Höhe gestiegenen Zinssätze am deutschen Kapitalmarkt mit dem Hereinströmen der Auslandskredite eine nachhaltige Senkung sich gefallen lassen, womit eine stärkere Beschäftigung der Betriebe und eine neue Belebung des ganzen Wirtschaftslebens Hand in Hand ging.[7]) Die Auslandsverschuldung begann

---

[1]) W. Prion, Geldmarktlage und Reichsbankpolitik, Leipzig 1927, S. 18. — A. Weber, Hat Schacht recht? München 1928, S. 1, 3. — Bankarchiv, 24. Jahrgang Nr. 16, S. 322.

[2]) A. Weber, Allgemeine Volkswirtschaftslehre. München 1928, S. 408. — H. v. Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 144, 145. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 10 v. 13. 1. 26.

[3]) A. Weber, a. a. O. S. 386, 387. — Die Reichsbank, Verhandlungen und Berichte der Unterausschüsse für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. 5. Unterausschuß. Berlin 1929, S. 74.

[4]) A. Weber, a. a. O. S. 386.

[5]) W. Prion, a. a. O. S. 18—28. — A. Müller, Wege zur Kapitalneubildung in Deutschland. Leipzig 1926, S. 18.

[6]) A. Weber, Hat Schacht recht? München 1928, S. 10.

[7]) A. Weber, a. a. O. S. 10. — W. Prion, a. a. O. S. 25.

mit der Auflage der der Sanierung unserer Währung dienenden Dawesanleihe, deren Nominalzinsfuß 7% betrug und die lange Zeit für die Bedingungen des Bezugs von Auslandskrediten richtungsgebend war.[8]) Tatsächlich aber belief sich der durchschnittliche Nominalzinsfuß der im Ausland aufgelegten Anleihen während der Jahre 1924/25 auf 6,87%, die durchschnittliche Effektivverzinsung dagegen auf 8½ %.[9]) Seit dem Jahre 1925 hatten sich die Kreditbedingungen ständig gebessert. 1926 ist die durchschnittliche Nominalverzinsung der Anleihen schon auf 6,76 % und 1927 sogar auf 6 % gesunken.[10]) Gleichzeitig waren die Emissions- und Auszahlungskurse gestiegen. Die Spanne zwischen Emissions- und Auszahlungskurs, die 1924/25 über 6% und 1926 etwa 5¾% betrug, war 1927 auf etwa 3¾% gesunken.[11]) Infolgedessen war es erklärlich, daß bei einem Ende 1927 bezifferten Stand der deutschen Auslandsverschuldung von 4,25 Milliarden RM. infolge der Begebungsverluste tatsächlich nur 3,83 Milliarden RM. der deutschen Wirtschaft zugute kamen.[12]) Trotz der gewaltigen, aufzubringenden Zinslasten. waren es die Auslandskredite gewesen, welche den deutschen Kapitalmarkt entspannten, die Zinssätze von ihrer unerträglichen Höhe nachhaltig senkten und die Spartätigkeit wieder anregten und förderten.[13]) Bis 1926 gab es eigentlich keinen voll funktionierenden Kapitalmarkt, wenn man darunter all die fein ineinandergreifenden Institutionen versteht, die dem jeweiligen Ausgleich zwischen den verschiedenen Arten von Anlagemöglichkeiten dienen.

---

[8]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 51. Jahrgang 1926 v. 2. 3.

[9]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 51. Jahrgang 1926 vom 2. März ... Mit unter 7% verzinst sich lediglich die Dawesanleihe, zwischen 7 und 7,49% liegt die letzte Ausgabe der A. E. G. Neun Anleihen verzinsen sich mit zwischen 7,50 und 7,99%, sieben Anleihen mit zwischen 8 und 8,49% und je vier eine mit 8,95, mit 10% die Kruppanleihe. 45% der notierten Anleihen ergeben eine Rentabilität von über 8%, 90% der Anleihen eine solche von über 7,50%.

[10]) Vergleiche Tabelle X, S. 57.

[11]) Die Reichsbank, a. a. O. S. 84—87.

[12]) Vergleiche Tabelle IVa, S. 52. — Wirtschaft und Statistik, Jahrgang 1927, 2. Dezemberheft. — Berliner Tageblatt, Jahrg. 1928, Nr. 3, v 5. 1. 1928. ... Die Statistik, die die Zeit von Anfang 1924 bis Ende 1927 erfaßt, kommt zu einer langfristigen Anleiheaufnahme in Höhe von 4,25 Milliarden RM. allerdings ohne Dawesanleihe (960 Millionen RM.). Die Dawesanleihe wird bei der Berechnung der Gesamtschuld nicht berücksichtigt, weil ihr Zinsendienst aus den Reparationsleistungen bestritten wird.

[13]) W. Prion, a. a. O. S. 18. — A. Weber, a. a. O. S. 1—3. — Bankarchiv, 24. Jahrgang Nr. 16, S. 322.

3. Die Wiedererstarkung des heimischen Kapitalmarktes.

Mit dem Eintritt der Stabilisierung unserer Währung fanden wir bekanntlich eine weitgehende Ueberkapitalisierung der Wirtschaft vor.[1]) Die mit dem Augenblick der Ausschaltung der Notenpresse akut gewordene Betriebsmittelnot ergab für alle Betriebe, die nicht rechtzeitig die Auflösung illiquider Anlagen vornahm, die Notwendigkeit der Beschaffung von Krediten. Die Produktionsanlagen der Industrie und Landwirtschaft, die Verkehrseinrichtungen und alle möglichen der Gütererzeugung oder Verteilung dienenden Sachgüter bedurften der Ergänzung und Erneuerung. Hinzu kam der laufende Bedarf an Betriebskapital zur Beschaffung von Rohmaterialien, zur Zahlung von Löhnen, Gehältern und sonstigen Kosten.[2]) Wie bekannt, ist das dem Kapitalmarkt zufließende Geld, das bereit ist, sich auf längere Fristen zu binden, im Gegensatz zum kurzfristigen Geld, Anzeichen für eine in der Wirtschaft erfolgte Ersparnis.[3]) Mit dem Eintritt der Stabilisierung unserer Währung machte sich zugleich eine schwach in Gang kommende Neubildung von Kapital bemerkbar. Zwar kann diese noch nicht als ein bleibender Ertragsüberschuß der Volkswirtschaft angesehen werden, da die Ersparnisse an der einen Stelle durch Verluste oder Kapitalverzehr wieder an einer anderen Stelle konsumiert wurden; aber es belegt doch die immerhin erfreuliche Tatsache, daß gewisse Bevölkerungsschichten ihr Einkommen nicht voll verzehren, sondern Kapital ansammeln und damit die Volkswirtschaft im ganzen der Aktivität, den Ueberschuß von Produktion über Konsumtion näherbringen. Während sich schon Ende 1923 die Spareinlagen der deutschen Sparkassen auf 25 Millionen RM. beliefen, vermehrten sich diese im Jahre 1924 um fast 600 Millionen RM.[4]) Allerdings dürfte es sich bei diesem Zuwachs nicht in vollem Umfang um Kapitalneubildung handeln, sondern gewissermaßen um eine Kapitalumwandlung. Es wurden Beträge aus jenen Vermögensanlagen freigemacht, in denen das Kapital zur Wertkonservierung angelegt worden war.[5]) Natürlich stand der nach der Stabilisierung eintretende Kapitalbedarf überhaupt in keinem Verhältnis zu der sich neu bildenden Kapitalmenge. Das dadurch gegebene Mißverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage mußte selbstverständlich zu einer Uebersteigerung der Zinssätze führen, was bewirkte, daß der deutsche Kapitalmarkt für Emissionen einfach nicht aufnahmefähig war; denn ein dauernd hochgestellter Zinssatz würde zu einer für die Wirtschaft unerträglichen Belastung geführt haben. Anderseits konnten die schon vorhandenen anderen Kapitalien ihren Weg zum langfristigen Markt nicht finden, teils wegen des Tiefstandes der Aktienkurse, welche vor einer Investierung in neuen Aktien abhielten, teils wegen der Zinsausstattung bei der Ausgabe von Obligationsanleihen.[6]) Ein niedriger Zins, der die Lage des Kreditmarktes ignoriert, hätte eine Plazierung unmöglich gemacht, schon mit Rücksicht auf die Liquidität der Sparkassen, denen es noch weit weniger als früher gestattet war, einen großen Teil ihrer Einlagebestände in langfristigen Krediten anzulegen.[7]) Infolgedessen ist es leicht erklärlich, daß das Emissionsgeschäft 1924 nur sehr langsam in Fluß kam, und die Emissionen von Aktien auf 180 Millionen, die von

---

[1]) Die Wirtschaftskurve, mit Indexzahlen der Frankf. Zeitung 1925, S. 71, 72.

[2]) Die Wirtschaftskurve, mit Indexzahlen der Frankf. Zeitung 1925, S. 155.

[3]) A. Weber, Allgem. Volkswirtschaftslehre. München u. Leipzig 1927, S. 439.

[4]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1928, S. 174.

[5]) P. Mombert, Abhandlung in Rhein-Ruhr-Wirtschaftszeitung, Essen 1928, S. 557.

[6]) Frankfurter Zeitung Nr. 517, 1924.

[7]) Frankfurter Zeitung Nr. 600, v. 5. 9. 26. ... Vor dem Kriege war die Pflege des Realkreditsgeschäftes eine der wichtigsten Arbeitsgebiete der Sparkassen, das von deren Gesamtanlage etwa 40% ausmachte. Nach dem Kriege hat sich das Bild grundlegend verändert. Während der Personalkredit die Mittel der Spar-

festverzinslichen Papieren auf insgesamt 441 Millionen RM. sich beliefen.[8]) Die langfristigen Auslandskredite kommen zu jener Zeit fast gar nicht in Frage. Wir finden hier nur die Davesanleihe, die aber fast ganz Währungszwecken diente.

Ein anderes Bild des deutschen Kapitalmarktes haben wir dagegen schon 1925. Betrachten wir zuerst die Spartätigkeit bei den Sparkassen, so sehen wir eine Erhöhung auf 1611,9 Millionen RM.[9]) Ein Zeichen des Wiederaufbaues der Spareinlagen, die wohl durch die Besserung der Gehälter, Unternehmergewinne, teilweiser Wiederaufnahme der Dividendenausschüttung und der Regelung der Aufwertungsfrage gefördert wurden. Wie groß die inländische Kapitalbildung bei Konsumenten, Unternehmungen und öffentlichen Körperschaften in ihrer Gesamtheit gewesen ist, das läßt sich zahlenmäßig nicht erfassen. Sie vollzieht sich in den verschiedensten Formen und in mannigfaltigster Ueberschneidung mittels Anlage in festverzinslichen Papieren oder Aktien, in Zahlung von Versicherungsprämien, Depositenbildung bei Banken und Sparkassen, Investition im eigenen Betrieb und Darlehensgewährung. Für eine Hauptquelle der Kapitalbildung, die Profitaufspeicherung der Unternehmungen, fehlt übrigens jeder Anhalt. Einen Anhaltspunkt für die statistische Erfassung der Kapitalbildung der Bevölkerung bieten eben nur die Einlagen bei den Sparkassen und auch die Bankguthaben. Mit der Zunahme der Einlagen ging Hand in Hand eine starke Steigerung der Emissionstätigkeit. Im Jahre 1925 betrug die Beanspruchung des inländischen Kapitalmarktes durch Ausgabe von öffentlichen Anleihen, Schuldverschreibungen, Obligationen, Aktien usw. insgesamt 1655 Millionen RM. Besonders in der zweiten Hälfte des Jahres 1925 war das Emissionsgeschäft stark im Gang. Es wird ein Gesamtbetrag von 3 Milliarden errechnet, wovon aber 42% der Gesamtemissionen auf Auslandsanleihen entfielen.[10]) Vor allem die Aktien und Anleiheemissionsgeschäfte spielen eine wachsende Rolle, hervorgerufen durch Reorganisationsbedürfnisse der deutschen Wirtschaft. Die Konzernierungen und sonstigen Transaktionen sind letzten Endes nur Symptome dieser schwierigen Kapitalverhältnisse.[11])

Betrachten wir den Kapitalmarkt 1926, so fällt als erstes wieder die starke Kapitalbildung im Inland auf. Mit einem Jahreszuwachs von 1479 Millionen RM. erreicht das Sparkapital bereits eine Höhe von 3090 Millionen RM.[12]) Vergleicht man den Bestand mit jenem Ende 1913, nämlich mit 19 689 Millionen,[13]) so erscheint die jüngste Spartätigkeit doch noch recht bescheiden. Das geht schon daraus hervor, daß der deutsche Kapitalmarkt nur einen kleinen Bruchteil der emittierten Wertpapiere aufnehmen konnte. Weisen zwar die Aktienemissionen, die die Summe von 899 Millionen RM. erreichen eine ununterbrochene Zunahme auf, so verliert dieses scheinbar günstige Bild doch wesentlich, wenn man sich das dauernde Steigen der Auslandsanleihen vor Augen hält.[14]) Ein Teil des außergewöhnlichen Kapitalbedarfs wurde nicht zuletzt auch von der allerorten ernstlich in Angriff genommenen Rationalisierung verursacht. Das mag wohl mit einer der Gründe gewesen sein, weshalb das Mißverhältnis von Angebot und Nachfrage nach Kapital sich zu einer gewissen Misere ausgewachsen hat. Das erneute starke Zurückgreifen auf die Hilfe des Auslandes war die Folge davon. Das Einströmen von Auslandskrediten im Jahre 1926 in Höhe von 1,5 Milliarden RM. kennzeichnet am besten die Lage, in der wir uns befanden. Die Kräftigung unseres Kapi-

---

kassen früher nur etwa zu 10 % beanspruchte, haben die Sparkasseninstitute mit der Begründung der höheren Liquidität, aber auch aus anderen Ursachen heraus in den ersten Jahren seit der Geldreform vornehmlich diesen Zweig des Kreditgeschäftes gepflegt, allerdings oft auf Basis der kautionshypothekarischen Sicherung.

[8]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich. Berlin 1928, S. 433. — Wirtschaft und Statistik 1927, S. 795, 877; desgl. 1928, S. 485.

[9]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1926, S. 347.

[10]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1928, S. 433.

[11]) Frankfurter Zeitung Nr. 223 vom 16. 3. 1926.

[12]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1927, S. 174.

[13]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1927, S. 174.

[14]) Wirtschaft und Statistik 1927, S. 485. — Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1927, S. 433.

talmarktes, die sich auch in einer Senkung der Zinssätze auswirkte, war daher im wesentlichen eine Erscheinung, die der ausländischen Unterstützungsaktion verdankt wurde.

Im Jahre 1927 geht die Linie der Sparkasseneinlagen weiterhin nach oben. Wir können hier eine Monatsdurchschnittsvermehrung von ca. 100 Millionen RM. annehmen.[15]) Die Einlagen bei den Sparkassen belaufen sich Ende 1927 auf ca. 4,665 Millionen RM.[16]) Auch die Aktienemissionen nehmen zu und erreichen im zweiten Vierteljahr 1927 mit 432 Millionen RM. die stärkste Beanspruchung des Kapitalmarktes. Im dritten Quartal trat ein scharfer Rückschlag ein. Die Emissionsziffer fiel auf 248 Millionen RM. und erholte sich erst allmählich wieder gegen Ende des Jahres.[17]) Bei den Inlandsanleihen ergibt sich das gleiche Bild. Der anfänglichen Aufnahmemöglichkeit am Kapitalmarkt folgt eine deutliche Abspannung. Im allgemeinen aber war das Jahr 1927 ein Rekordjahr für die Emissionen von Wertpapieren, dank der durch die Auslandskredite eingetretenen Zinsfußermäßigung.[18]) Nachdem das Reich mit einer 5%igen Riesenanleihe im Gesamtbetrag von 500 Millionen RM. und auch Bayern mit einer 6%igen 75 Millionen Anleihe herauskamen, ist jedoch der inländische Kapitalmarkt derartig in Anspruch genommen worden, daß eine Ausschöpfung unausbleiblich werden mußte.[19]) Der Auslandsmarkt mußte wieder für deutsche Kapitalanlagen interessiert werden. Als Mittel hierzu dienten die Beseitigung resp. Aufhebung der sachlich schwerwiegendsten Hemmung, nämlich der 10%igen Kapitalertragssteuer,[20]) sodann eine Heraufsetzung des Zinsfußes für Anleihen, die von der deutschen Wirtschaft wohl oder übel in Kauf genommen werden mußte.

---

[15]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1928, S. 427.

[16]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1928, S. 427.

[17]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1928, S. 433. — Wirtschaft und Statistik 1928, S. 485.

[18]) So betrug die Gesamtaktienemission 1373 Millionen RM. An Auslandsanleihen strömte ein Betrag von 1411,73 Millionen RM. herein.

[19]) Frankfurter Zeitung Nr. 65 v. 26. 1. 27.

[20]) Auf Grund des § 115 der Einkommensteuergesetzgebung besteht die Möglichkeit, die Steuer zu erlassen. Von dieser Möglichkeit ist Gebrauch gemacht worden, soweit die Anleihen nach Verwendungszweck und Zinshöhe wirtschaftlich erwünscht erschienen sind. Praktisch ist bis Ende November 1926 im allgemeinen Befreiung gewährt worden; dann wurde bis Ende Mai 1927 allgemein nicht befreit. Seit Juni 1927 ist diese Sperre wieder aufgehoben. — Bericht der Gemeinschaftsgruppe deutscher Hypothekenbanken 1927 S. 11.

4. Die Reichsbank als einflußreichster Machtfaktor während dieser Zeit.

In diesen Zeiten des Aufbaues der Kapitalversorgung der deutschen Wirtschaft griff die Reichsbank in ganz außergewöhnlichem Maße ein. Und zwar war sie gezwungen, den unvermindert andauernden Ansprüchen der Wirtschaft nach Kapitalien in einer Auslese zu genügen, die ihr die Gewähr gab, daß ihre Gelder nur dahin flossen, wo diese am zweckmäßigsten Verwendung fanden. Als Mittel- bzw. Druckmittel, daß keine unzweckmäßigen Ansprüche an sie herantraten, bediente sie sich des ihr aus ihrer Funktion als Kreditgewährer vornehmlich zur Verfügung stehenden Mittels, der Handhabung des Diskontsatzes. Dieses Mittel des Diskontes sollte aber auf die Dauer nicht genügen und vermochte die an die Reichsbank herantretenden Ansprüche nur teilweise zurückzudrängen.[1]) Wenn schon vor dem Krieg die Politik der Diskontveränderungen nicht mehr ausreichte, um den Geld- und Kapitalmarkt nach einem vorgesteckten Ziel zu beeinflussen, wieviel weniger erst in der Zeit nach der Stabilisierung, die ganz neuartige Verhältnisse schuf. In den letzten Monaten der Inflation vermied es bekanntlich jeder, auch nur einige Stunden Geld zu thesaurieren. Das Bestreben aller ging vielmehr dahin, einen Geldbetrag sofort in Waren umzusetzen, um sich vor Entwertungsverlusten soweit wie möglich zu schützen. Mit der Stabilisierung der deutschen Währung gegen Ende des Jahres 1923 wurde dieses anders. In dem Maße, wie die Bevölkerung das Vertrauen zu dem Gelde wiedergewann, war sie genötigt, ihre laufenden Barbestände wieder zu vergrößern. Eine solche Vergrößerung der Barbestände bedeutet, daß Kaufkraft in den Kassen eingesperrt und daran gehindert wird, sich auf dem Markt als Nachfrage zu entfalten, bedeutet also eine Verringerung der Nachfrage bei gleichbleibendem Warenangebot, was natürlich unter sonst gleichbleibenden Umständen eine Preissenkung zur Folge haben muß.[2]) Diese preissenkende Wirkung der Erhöhung der Barbestände konnte sich jedoch zu Beginn des Jahres 1924 nicht durchsetzen, weil sie durch die damalige Kreditgewährung der Reichsbank nicht nur ausgeglichen, sondern überausgeglichen wurde. Die Summe der Reichsbankkredite betrug in Millionen RM.

am Monatsende	
1924 Januar	1102
1924 Februar	1482
1924 März	1915

Die im Umlauf befindliche Bargeldmenge betrug

1923 Oktober	300 (Goldwert)
1924 Januar	2278
1924 Februar	2634
1924 März	2824[3])

Die immer größeren Geldmengen, die die Reichsbank in den ersten Monaten des Jahres 1924 auf dem Kreditwege in den Verkehr leitete, stellten einen Ueberausgleich der Zunahme der Barbestände dar, und damit eine neue Nachfrage auf dem Warenmarkt, dem kein entsprechend vergrößertes Warenangebot gegenüberstand. Die Folge mußte Preiserhöhung auf dem ganzen inländischen Markt sein. In der Tat glitt der Großhandelsindex des Statistischen Reichsamtes für Inlandsware von (Basis: Monatsdurchschnitt 1913 = 100) 108,3 im Januar auf 111,7 im April.[4]) Es

---

[1]) Vierteljahrshefte für Konjunkturforschung, Berlin 1926, 4. Ergänzungsheft, S. 44 . . . . Es gab schon vor dem Kriege Stimmen, die auf die Unwirksamkeit diskontpolitischer Maßnahmen hinwiesen. So beispielsweise, als in der Krise von 1909 die starke Goldausfuhr anhielt, obwohl die Reichsbank den Diskontsatz bis auf 7 % erhöhte.

[2]) W. Prion, Geldmarktlage und Reichsbankpolitik, Leipzig 1927, S. 30.

[3]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1925, S. 313, 318. — Wirtschaft und Statistik 1925, S. 67, 69.

[4]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1925, S. 265.

war damals, wenn auch in verhältnismäßig engen Grenzen, eine gewisse Inflation getrieben worden. Sie wirkte sich jedoch nur auf das Preisniveau aus, nicht auf den Wechselkurs, der durch Abgabe und Repartierung von Devisen künstlich stabil gehalten wurde. Nachdem nun einmal die Dinge sich soweit entwickelt hatten, schritt die Reichsbank zur Kreditrestriktion, um auf diese Weise die drohende Kreditinflation abzuwehren. Man versteht hierunter: Die Festsetzung einer bestimmten Maximalsumme zu gewährender Kredite und die Umlegung des Gesamtbetrages auf die einzelnen Kunden nach dem Gesichtspunkt volkswirtschaftlicher Notwendigkeit und Dringlichkeit.[5]) Bei der Kreditrestriktion erfüllt also der Zins seine Aufgabe, nämlich Ausgleichsfunktion im Sinne des Knappheitsprinzips zu sein, nicht mehr automatisch.[6])

Wäre jedoch an Stelle der Kreditkontingentierung die Erhöhung des Diskontsatzes getreten, so hätte sie in einem solchen Ausmaß erfolgen müssen, daß der Diskont für die Zinsbildung im freien Markt alles andere als förderlich gewesen wäre. Die Zinssätze am freien Markt, gestützt durch einen hohen Reichsbankdiskont, hätten sicherlich eine kaum mehr erträgliche Höhe erreicht.[7]) Von diesen Ueberlegungen aus kann die Folgerung gezogen werden, daß die mechanische Festsetzung des der Wirtschaft zur Verfügung stehenden Kreditkontingentes der Diskonterhöhung vorzuziehen war.[8]) Folgerichtig konnte deshalb die Restriktionspolitik wieder in dem Augenblick verlassen werden, wo die Inflationsgewohnheiten einer nüchternen Kalkulation Platz gemacht hatten, und die Nachfrage nach Kredit durch den damaligen Reichsbankdiskont von 10 Prozent im Zaume gehalten werden konnte. Dieser Zustand wurde etwa im Jahre 1925 erreicht.[9]) Während im Januar 1924 die Notierung für tägliches Geld in Berlin im Monatsdurchschnitt mit 87,64 Prozent und für Monatsgeld mit 28,25 Prozent finden, besteht im Dezember 1924 für tägliches Geld ein Satz von 11,11 Prozent und für Monatsgeld ein solcher von 12,61 Prozent.[10]) Diese Zinssenkung kann als eine Begleiterscheinung der Rückkehr von den verwirrten Inflationsverhältnissen zu einigermaßen geordneten Zuständen, wie sie durch die wirtschaftliche Umstellung eintraten, angesehen werden. Dennoch liegen die Dinge 1924 ziemlich verworren. Bekanntlich besteht der Geldmarkt aus mehreren Märkten, und so bestehen dort verschiedene Arten von Sätzen. So Diskont, tägliches Geld, Report usw. Zwischen diesen Märkten oder besser Unterbecken genannt, bestand keine ordentliche Verbindung.[11]) Erst 1925 bilden sich besondere Notierungen auf diesen Untermärkten aus, was sich auch in einer zunehmenden Reagibilität des Geldmarktes ausdrückte. Die Anfangs 1925 stattfindende Schaffung des Privatdiskontmarktes sollte zur Entlastung der Reichsbank führen, d. h. die kurzfristigen Kreditansprüche mußten durch die schon im Umlauf befindlichen Mittel befriedigt wer-

---

[5]) A. Weber, Allgemeine Volkswirtschaftslehre. München-Leipzig 1927. S. 407. — F. Egen, Betrachtungen zur Frage Diskonterhöhung oder Kreditrestriktion. Dissertation Erlangen 1927, S. 9.

[6]) A. Weber, a. a. O. S. 408.

[7]) Die Reichsbank, Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. Berlin 1929. S. 62, 63. — W. Prion, a. a. O. S. 31.

[8]) A. Weber, a. a. O. S. 407/8. . . . . In Deutschland war in der Zeit unmittelbar nach der Stabilisierung die Kreditrestriktion das große Mittel der Diskontpolitik. Es waren folgende Gründe, die den Anlaß dazu boten. 1. Die Steigerung des Diskontsatzes hätte nur dann die Menge der Diskontierungsgesuche eingeschränkt, wenn sie ganz außerordentlich hoch gewesen wäre. Auch manche an sich lebensfähige Einzelwirtschaften wären dadurch zusammengebrochen. 2. Andererseits hätte aber doch manch lebensfähige Wirtschaft vorübergehend auch ganz hohe Zinsen gezahlt, um sich noch einige Zeit über Wasser halten zu können. Die Sanierung der Wirtschaft durch Ausschaltung des untauglich Gewordenen wäre so erschwert gewesen, und endlich 3. würden die außerordentlich hohen Zinssätze alarmierend auf das Ausland gewirkt haben, wodurch die ruhige Abwicklung unseres Sanierungsprogramms erschwert worden wäre.

[9]) Die Reichsbank a. a. O. S. 63.

[10]) Vergl. Tabelle II, S. 50.

[11]) Die Reichsbank a. a. O. S. 60; vergl. Tabelle II, S. 50.

den. Die erstmalige[12]) Notierung im April 1925 fand zu einem Satz von 8 % statt. Ende 1925 notierte der Privatdiskont 6,75 % bei einem Reichsbanksatz von 9 % und einer Rendite der Goldpfandbriefe von 9,25 %.[13]) Es hat sich mithin zwischen den Sätzen des freien Marktes, dem Reichsbankdiskont und dem Anlagemarkt eine gewisse Kommunikation herausgebildet.[14]) Obgleich der Reichsbanksatz im Jahre 1926 nur zeitweise den Sätzen des Marktes entsprach, war doch während dieser Periode eine vollkommene Fühlungnahme mit dem Geldmarkte nicht hergestellt. Der Reichsbankpräsident führte Ende 1926 vor dem Enqueteausschuß aus, daß die Reichsbank nicht Herrin des Marktes sei, weil sie nicht nur mit den inländischen Geldquellen zu rechnen habe, sondern der deutsche Markt in höchstem Maße von den Auslandskrediten abhängig sei.[15]) Dem Ziel, den Anschluß an den freien Markt wieder zu gewinnen, dienten zu jener Zeit die Bemühungen der Reichsbank um die Anlage öffentlicher Gelder sowie die Ende 1926 auf Veranlassung der Reichsbank durch die Golddiskonbank vorgenommene Begebung von Solawechseln. Die dadurch aus dem Markt gezogenen Mittel wurden von der Golddiskontbank der Rentenbankkreditanstalt zur Verfügung gestellt. Die Golddiskontbank übernahm dafür Hypothekarschuldscheine der Rentenbankkreditanstalt mit einer 3—5jährigen Laufzeit, so daß durch diese Aktion die aus dem Geldmarkt gezogenen Mittel in den Kapitalmarkt übergeleitet wurden.[16]) Im Jahre 1927 war die Inanspruchnahme der Reichsbank infolge der steigenden Konjunktur wieder stärker. Nach einer vorübergehenden Senkung des Diskontsatzes auf 5 % erfolgte bald wieder eine Erhöhung. Die Diskonterhöhung war nicht aufzuhalten, da die Sätze des Marktes seit Ende April stark angezogen hatten, und eine Anpassung des Reichsbanksatzes an die Sätze des Marktes unvermeidilch war.[17]) In der Zentralausschußsitzung vom 10. Juni 1927 führte der Reichsbankpräsident unter anderem aus: „Nachdem durch die am 12. Mai erfolgte Maßnahme der Banken die Spekulationsbereinigung eingeleitet und die Durchkreuzung einer wirksamen Diskontpolitik durch die Heranziehung von Auslandsgeldern zu Börsenzwecken herabgemindert ist, ist für die Diskontpolitik der Reichsbank eine natürliche Grundlage wieder gewonnen worden."[18])

---

[12]) Vierteljahrshefte f. Konjunkturforschung a. a. O. S. 46.
[13]) Vergleiche Tabelle II, S. 50.
[14]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1926, S. 339.
[15]) Die Reichsbank, a. a. O. S. 65, Frankfurter Zeitung Nr. 232 vom 27. 3. 1926.
[16]) Berliner Tageblatt Nr. 215 vom 8. 5. 1926. — Frankfurter Zeitung Nr. 947 vom 21. 12. 1926.
[17]) Vergleiche Tabelle II, S. 50.
[18]) Die Reichsbank, a. a. O. S. 69.

III. KAPITEL

Die Zinsfußgestaltung am Kapitalmarkt während der Jahre 1924—1927.

1. Die Preisbewegung für Industriekapital.

Ueberblickt man in den Jahren 1924—1927 die Gestaltung der Zinssätze, so heben sich vier Zeitabschnitte deutlich hervor. Der erste liegt wesentlich im Jahre 1924 und ist durch eine Abwärtsbewegung gekennzeichnet. Der zweite Abschnitt erfaßt den größten Teil des Jahres 1925 und bildet eine Periode der Beharrung. Der dritte Abschnitt bringt eine wesentliche Senkung der Zinssätze, die dann auch eine gewisse Pfandbrief- u. Anleihehausse am Kapitalmarkt hervorruft. Hingegen im Frühjahr 1927 tritt die Zinsfußbewegung wieder in ein kritisches Stadium ein, stoppt den Kredit ab und untergräbt insbesondere die Absatzfähigkeit festverzinslicher Papiere.[1])

Durch die Inflation ist die Dividendenpolitik der deutschen Unternehmungen zerschlagen worden. Nicht die Rendite war es, die in der Inflationszeit den Erwerb der Aktie als vorteilhaft erscheinen ließ, sondern die Möglichkeit der Erhaltung von Kaufkraftmengen ihrer ursprünglichen Größe. Der Erwerb der Aktie war mit eine der vielen Formen, in denen man sich an der Beschaffung von Sachwerten beteiligt zu haben glaubte.[2]) Während der Inflationszeit hatten die deutschen Aktiengesellschaften die Zahlung von Dividenden vollkommen eingestellt. Wäre sie erfolgt, so hätte sie dennoch in keinem Verhältnis zur Höhe des Kurses gestanden, der letzten Endes nur der rasend fortgeschrittenen Währungszerrüttung seine Entstehung verdankte.[3]) Je mehr die schwebende Schuld des Reiches anwuchs, desto mehr kletterten auch die Aktienkurse in die Höhe. Durch die Stabilisierung der Währung war daher das bisher für die Kursentwicklung ausschlaggebende Moment beseitigt worden. Die Aktie erhielt nun allmählich wieder ihren Wert einzig und allein durch die Wirtschaftlichkeit des Unternehmens, dessen Vermögensanteil sie repräsentierte. Freilich nicht in dem Maße, wie es wünschenswert gewesen wäre. Die Inflationspsychose wirkte noch lange nach und trieb die Kurse der Aktien auf eine Höhe, die durch den Stand der Wirtschaft nicht gerechtfertigt war.[4]) Die Restriktionspolitik der Reichsbank mußte diesem sinnlosen Treiben, wenn auch ein schmerzliches, so doch notwendiges Ende bereiten. Damit wurden auch die Aktiengesellschaften wieder gezwungen, den für die Bewertung einer Aktie im Frieden in erster Linie ausschlaggebenden Faktor, die Dividendenzahlung, wieder aufzunehmen. Die Rendite war im Durchschnitt des Jahres 1924/25 eine recht bescheidene ge-

---

[1]) Wirtschaft und Statistik 1927, S. 298. . . . . In dieser Zeit begann die Sicherheit in der Aufwärtsbewegung infolge einer zunehmenden Versteifung des Geldmarktes zu schwinden. Die Gründe für diese neue Geldmarktlage liegen an dem Abwandern von Kapital ins Ausland einerseits und in der Behinderung der Aufnahme von Auslandskrediten anderseits.

[2]) Wirtschaft und Statistik 1924, Februar, April, Juli, August.

[3]) M. v. Bissing, Die Sachwertpfandbriefe und der Kapitalmarkt. Berlin 1926, S. 29. . . . . In der Geldentwertungszeit wurde auf die Verzinsung des Kapitals überhaupt fast nicht gesehen. Die für Papiermarkdarlehen gerechneten hohen Zinssätze, waren als reiner Geldentwertungszuschlag anzusprechen.

[4]) Wirtschaft und Statistik 1925, S. 26, 27.

wesen.[5]) Wäre sie das treibende Motiv der zahlreichen Aktienspekulationen gewesen, dann hätte sicherlich mancher „dies ater" und mancher Börsenkrach vermieden werden können. Bei den Zusammenlegungen, die sich mit der Aufstellung der Goldbilanzen notwendig gemacht hatten, erfolgte eine Reduzierung der Eigenkapitalien auf dasjenige Maß, auf das womöglich nach der damaligen Lage eine angemessene Dividende ausgeschüttet werden konnte.[6]) Es war jedoch den deutschen Aktiengesellschaften im ersten Geschäftsjahr nach der Stabilisierung im allgemeinen nicht gelungen, eine angemessene Verzinsung des ihnen anvertrauten Kapitals zu erreichen. Die inländischen Aktiengesellschaften, die bis Mitte Mai 1926 ihre erste ein ganzes Geschäftsjahr umfassende Reichsmarkertragsbilanz vorgelegt hatten, erzielten bei einem Gesamtgrundkapital von 13 829 Millionen RM. einen Reingewinn von 853 Millionen RM. Hiervon wurden 538 Millionen RM. als Dividende ausgeschüttet. Es errechnet sich somit eine Durchschnittsdividende von 3,94 %, ein Satz, der bei einem landesüblichen Zinsfuß von fast 15 %[7]) in der fraglichen Zeit kaum als befriedigend angesprochen werden kann. Im einzelnen stellt sich die Verteilung der Dividende wie folgt dar:

Es gewährten eine Dividende von

0 %	5281 Gesellschaften
0,1 — 5 %	724 Gesellschaften
5,1 — 7 %	451 Gesellschaften
7,1 — 8 %	369 Gesellschaften
8,1 — 10 %	441 Gesellschaften
10,1 — 15 %	143 Gesellschaften
15,1 — 20 %	43 Gesellschaften
über 25 %	21 Gesellschaften[8])

Insgesamt 7666 Gesellschaften mit 13 829 Millionen RM. Kapital. Annähernd die Hälfte des in Aktien investierten Kapitals war nach dieser Uebersicht dividendenlos und kaum der zehnte Teil gewährte eine über 8 % hinausgehende Rente. Naturgemäß waren für die einzelnen Erwerbsgruppen die finanziellen Ergebnisse sehr verschieden. Nach den durchschnittlichen Dividendensätzen geordnet, ergab sich für einige der wichtigsten Branchen das folgende Bild der Rentabilitätsziffer:

140	Brauereien	9,5 %
60	Versicherungen	6,9 %
100	Banken	6,3 %
160	Textilgesellschaften	6,1 %
83	Elektrizitäts- und Gasgesellschaften	6,1 %
25	Braunkohlenbergwerksgesellschaften	5,9 %
72	Papierindustriegesellschaften	4,9 %
84	chemische Industriegesellschaften	4,8 %
52	Eisenbahngesellschaften	4,7 %
113	Industriegesellschaften der Steine und Erden	4,5 %
60	Bau- und Terraingesellschaften	2,9 %
360	Maschinen- und Metallgesellschaften	2,6 %
29	Zuckerindustriegesellschaften	2,2 %
13	Steinkohlenbergwerksgesellschaften	1,7 %
32	Schiffahrtsgesellschaften	0,8 %
57	Hüttenwerke	0,6 %[9])

Aus diesen Darstellungen ersieht man, daß die Rentabilitätskoeffizienten stark voneinander abweichen. Eine Spanne von ca. 9 % liegt zwischen dem höchsten und niedrigsten Satz.[10]) Wie schon erwähnt, ist der durchschnittliche Kursstand

---

[5]) Wirtschaft und Statistik 1926, S. 375.

[6]) Wirtschaft und Statistik 1926, S. 366—375.

[7]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1926, S. 361. — Wirtschaft und Statistik 1926, S. 366, 939.

[8]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1926, S. 361. — Wirtschaft und Statistik 1926, S. 366—375.

[9]) Statistisches Jahrbuch 1926, S. 361, 396—399. — Wirtschaft und Statistik 1926, S. 366—374.

[10]) Wirtschaft und Statistik 1926, S. 366—375.

der Aktienwerte eine Funktion der Dividendenhöhe. Durch ihn erfolgt die Anpassung der Rendite an den landesüblichen Zinsfuß. Die Aktienrendite muß sich im wesentlichen auf der Höhe oder über der Höhe der Rendite festverzinslicher Wertpapiere bewegen. Es ist deshalb interessant, eine Darstellung zu geben, wie der Kursstand der Aktien 1924 war. „Der Vergleich dieses Kursstandes mit der Rendite der Goldanleihen ergibt einen wichtigen, zahlenmäßig erfaßbaren Anhaltspunkt für die Frage, welche Dividendenausschüttung eigentlich hätte erfolgen müssen. Diese aus dem jeweiligen Kursstand der goldumgestellten Aktien und der jeweiligen Rendite der Goldanleihe (Kurs x Rendite : 100) errechnete präsumtive Dividende ist in nachstehender Uebersicht gegeben:[11])

Durchschnitt 1924/25	Bergbau und Schwerind. %	Verarbeitende Industrie %	Handel und Verkehr %	Gesamt %
Januar	13,97	12,55	10,86	12,24
Februar	14,73	13,26	11,70	12,99
März	12,92	11,39	9,81	11,13
April	11,12	9,70	8,27	9,47
Mai	10,56	9,18	7,86	8,98
Juni	9,27	7,25	7,01	7,48
Juli	7,65	6,29	6,34	6,51
August	10,04	8,41	8,55	8,70
September	9,72	7,71	8,27	8,19
Oktober	9,11	7,24	7,83	7,71
November	8,59	7,65	7,39	7,85
Dezember	11,09	8,66	7,85	8,78

Aus diesen Zahlen über die präsumtive Dividende gewinnt man einen Einblick in die Ursachen, die die Entwicklung der Aktienkurse in den Monaten seit der Stabilisierung bestimmt hatten. Die Hochschätzung des Sachwertcharakters der Aktien hatte eine Ueberschätzung des Ertragswertes „zurückgelassen".[12]) Der 1925 einsetzende große Kurszusammenbruch ist somit ein Ausdruck der Tatsache, daß die Einschätzung des Ertragswertes erheblich herabgesetzt werden mußte.[13]) In dieser Zeit, wo bei erstklassiger Sicherheit für Geldeinlagen im Jahre 35—40% Zins erzielt wurde,[14]) wurde der Besitz der Aktie zum effektiven Verlust. Es war deshalb logisch und begreiflich, daß die Kalkulation zwischen der Zinslosigkeit des in Aktien angelegten Kapitals und der zinsmäßigen Verwendbarkeit der aus Aktienverkauf erreichbaren Mittel das Kapital ebenso von der Aktie fortdrängte, wie die Betriebsmittelnot selbst. Dieser Zusammenbruch des Aktienmarktes mit der erheblichen Minderung der Dividendenausschüttung hat deutlich die Grenzen der Ertragsfähigkeit der deutschen Aktiengesellschaften entschleiert. 1913/14 betrug die Dividende durchschnittlich 8,4%. Der absolute Betrag der ausgezahlten Dividende stellte sich 1913/14 auf 0,97 Milliarden. 1924/25 auf 0,45 Milliarden, er war also um 53,5% gesunken.[15])

Wenn sich 1925/26 die Gewinnergebnisse wieder gebessert hatten, so lag das daran, daß die gesamte Wirtschaft durch die Rationalisierung und die Zusammenfassung des Produktionsprozesses gesünder und leistungsfähiger geworden war.

---

[11]) Wirtschaft und Statistik 1925, S. 106.
[12]) Wirtschaft und Statistik 1925, S. 106.
[13]) Wirtschaft und Statistik 1926, S. 27. ... Wenn im Januar das Kursniveau der Aktie auf der Kurshöhe eines Rentenpapieres mit einer Nominalverzinsung von 8,6% liegt, im Dezember aber nur auf 5,4%, dann ist der Vergleich dieser beiden Zahlen ein Anhaltspunkt dafür, wie sehr die Herabminderung der Dividendenerwartungen an der Kursgestaltung des Jahres 1925 mitgewirkt hat.
[14]) Vergleiche Tabelle II, S. ??
[15]) Wirtschaft und Statistik 1926, S. 375.

So zeigte die Entwicklung der Aktienkurse eine fast ununterbrochene Erhöhung.[16]) Dieser gewaltige Aufschwung war mit der in naher Zukunft zu erwartenden Rentabilität fast kaum noch in Einklang zu bringen. Dennoch betrug die Dividendenausschüttung auf ein Aktienkapital von 10 018 Millionen RM. 750 Millionen RM. = 75,13%. Auf das gesamte dividendenberechtigte Kapital der Aktien bezogen, betrug im Durchschnitt die Dividende 4,41%.[17]) Auf die Industrie der Grundstoffe entfiel eine durchschnittliche Dividende von 3,45%, auf die verarbeitende Industrie eine solche von 4,74% und auf die von Handel und Verkehr ein Betrag von 4,41%. Dies bedeutete, daß aus dem Vergleich zwischen Kursstand und Dividende eine durchschnittliche Rendite der Aktienkurse von 4—6% sich ergab, gegenüber einer Realverzinsung der festverzinslichen Werte von nahezu 8%.[18]) Die Bewegung der Aktienkurse gliederte sich 1927 in zwei Abschnitte, deren jeder eine verschiedenartige Tendenz aufwies. Es war dabei charakteristisch, daß jede Tendenz nicht völlig einheitlich verlief, sondern sich unter Schwankungen und Gegenbewegungen durchsetzte. Die Ursachen, die 1926 die Aufwärtsentwicklung der Aktienkurse und deren Rendite anregten, galten auch noch für die ersten Monate des Jahres 1927. Das Kursniveau das im Durchschnitt des Jahres 1925 rund 90% gestanden hatte, stieg Ende 1926 auf 138% und erreichte unter starken Sprüngen im April 1927 178%.[19]) Die Bewegung zeigte starke spekulative Einschläge, sie trug deshalb aber die Keime eines Rückschlages in sich, da die Rücksichten auf die Rentabilität völlig hinter denjenigen auf Agiogewinne zurückstanden.[20]) Am 13. Mai erfolgte ein jäher Kurszusammenbruch, der Aktienkurse um ein Viertel und mehr zurückwarf. Damit begann der zweite Abschnitt der Bewegung, welche eine angemessene Rentabilität, wenn auch keineswegs an allen Stellen, bewirkte. Gegenüber 1925/26 war der Gewinn auf 1115 Millionen gestiegen.[21]) Davon gelangten 864 Millionen RM. für Dividenden zur Ausschüttung. Die durchschnittliche Dividende betrug in Bezug auf das gesamte dividendenberechtigte Aktienkapital gegen 5,64%. Die Dividendensumme auf die Gruppe der Industrie der Grundstoffe belief sich auf 5,60%, die der verarbeitenden Industrie auf 5,85% und die des Handelsgewerbes auf 4,69%. Diese durchschnittliche Aktienrendite erschien gegenüber einem Zinsstand von 8% nicht wettbewerbsfähig.[22]) Wenn auch die Dividende allein den wirklichen Ertrag nicht umfaßte, so war im großen Durchschnitt doch keine Verzinsung zu erzielen, die annähernd, von Einzelfällen abgesehen, an den Kapitalzins herankam. „Wirtschaft und Statistik" errechnete zum 31. Dezember 1927 eine Durchschnittsrendite von 5,64%.[23]) Es liefe allen volkswirtschaftlichen Gesetzen zuwider, wenn das Anleihekapital freiwillig auf eine Rendite verzichten würde, die um ein Viertel bis ein Drittel hinter der am Markt für festverzinsliche Papiere zurückbleibt. Aus diesen verhältnismäßig geringen Rentabilitätsaussichten erklärte sich auch die bis 1927 äußerst geringe Emissionstätigkeit am Aktienmarkt, die nicht über ihre Anfänge hinausgekommen war. Zwar waren seit 1924 wohl wieder 3,5—4 Milliarden RM. neuer Aktien ausgegeben worden,[24]) aber wenn man berücksichtigt, daß der weitaus größte Teil der neuen Aktien Zusammenschlußtransaktionen diente und keine Barmittel erforderlich machte (Farbentrust, Ruhrtrust, mitteldeutscher Eisentrust usw.), so sank die Bedeutung der Emissionstätigkeit am Aktienmarkt stark zusammen, trotz ihrer hundertprozentigen Zunahme gegenüber 1925/26.

---

[16]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 1. vom 1. 1. 27. — Frankfurter Zeitung Nr. 1. v. 1. 1. 27. — Wirtschaft und Statistik 1926, S. 120, 438.

[17]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 951. — Statistisches Jahrbuch 1928, S. 451.

[18]) Vergleiche Durchschnittsrendite der Goldpfandbriefe 1926, S. 38.

[19]) Wirtschaft und Statistik 1927, S. 443.

[20]) Die Reichsbank, Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. Berlin 1929, S. 67. — Wirtschaft und Statistik 1928, S. 35.

[21]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 35, 220, 297, 555, 801. — Statistisches Jahrbuch 1928, S. 450/51.

[22]) Vergleiche Durchschnittsrendite der Goldpfandbriefe 1927, S. 40.

[23]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 225.

[24]) Siehe untenstehende Zusammenstellung der Aktienemissionen.

Beanspruchung des inländischen Kapitalmarktes durch Aktienemissionen in Millionen RM.

Die Nominalwerte sind durch Kurswerte berichtigt.

1907—1913	732	Millionen RM.
1913—1914	600	„ „
1924	180	„ „
1925	661	„ „
1926	898	„ „
1927	1368	„ „ [25])

Ebenso bildeten die Industrieobligationen einen verhältnismäßig geringen Anteil an den Neuemissionen. Die Kapitalbeschaffung auf dem Wege der Obligationen hat sich wenig einbürgern können, wenn auch das Vorkriegstempo dieser Anleihebewegung wieder vollständig erreicht worden war.[26]) Die Zinssätze für Inlandsverschuldung schwankten entsprechend der Unsicherheit des deutschen Kapitalmarktes in den ersten Jahren der Stabilisierung sehr erheblich. Die durchschnittliche Nominalverzinsung betrug 7%. Aber die Auszahlungsvaluta entsprach nicht dem Börsenkurs eines derartigen Papieres. Es mußte zunächst der Zeichnungspreis um 1% unter dem Börsenpreis liegen. Von diesem ermäßigten Satz gingen dann noch weiterhin ungefähr 4—5% an Unkosten ab[27]) (Bonifikation, Stempel, Prospekte usw.). Würden z. B. 8%ige Obligationen auf 94% stehen, so würde ein neuer Geldnehmer höchstens 89% erhalten. Es wäre also ein jährliches Realaufkommen von 8,99% erforderlich. Bei der Beobachtung der Kursbewegung einiger Industrieobligationen ließ sich bei Zugrundelegung des Rückzahlungskurses und der Tilgungsmodalitäten eine einigermaßen genaue Effektivverzinsung feststellen.[28]) und [29])

Gattung	Nom. Zinsfuß	Zinstermin	Rückzahlbar frühestens	Rückzahlbar spätestens	Rückzahlungskurs und Tilgungsmodalitäten	Mindesteffektivverzinsung Juni	Mindesteffektivverzinsung Dez.
Im Jahre 1926:							
Friedr. Krupp Goldanleihe v. 24 A u. B	6	J./J.	2. 1. 29	1953	105 %	8,61	6,88
Mix u. Genest RM-Anleihe	8	A./O.	1. 4. 32	1946	pari, jährl. Tilg. 200 000 RM	—	8,22
Verein. Stahlwerke m. Optionsrecht	7	J./J.	1. 7. 32	1951	102 % jährl. Tilg. *)	—	7,09

*) In der ersten Dekate wird ein Viertel, in der zweiten drei Viertel des Anleihebetrages getilgt; auf je RM. 3000 Anleihe können RM. 1000 Aktien à 125% jederzeit bis Ende 1929 bezogen werden.

[25]) Statistisches Jahrbuch 1928, S. 433. — Reichskreditgesellschaft AG. Berlin 1928. Deutschlands wirtschaftliche Entwicklung S. 24.

[26]) Vergleiche Seite 51 und 52 und Fußnote 30.

[27]) Geschäftsberichte der preußischen Zentralbodenkreditbank 1925 S. 6, der bayerischen Hypotheken- und Wechselbank S. 6.

[28]) Reichskreditgesellschaft 1926/27.

[29]) Reichskreditgesellschaft 1926/27.

Gattung	Nom. Zinsfuß	Zinstermin	Rückzahlbar frühestens	Rückzahlbar spätestens	Rückzahlungskurs und Tilgungsmodalitäten	Mindestevektivverzinsung *) Juni	Dez.
im Jahre 1927:							
Friedr. Krupp Goldanleihe v. 24 A u. B	6	J./J.	2. 1. 29	1953	105 %	6,89	7,21
Mix u. Genest RM-Anleihe	8	A./O.	1. 4. 32	1946	pari	8,06	8,47
Verein. Stahlwerke m. Optionsrecht	7	J./J.	1. 7. 32	1951	102 %	7,08	7,59

Nach einer vom Statistischen Reichsamt bei sämtlichen privatrechtlichen Unternehmungen (mit Ausnahme der Bodenkreditanstalten) Vereinen und anderen privatrechtlichen Körperschaften und Personen, die Schuldverschreibungen ausgegeben haben, veranstalteten Umfrage, betrug der Gesamtumlauf an Industrieobligationen und verwandter Schuldverschreibungen am 31. Dezember 1927 3,2 Milliarden. Diese Summe verteilt sich auf folgende Arten von Schuldverschreibungen:

Aufgewertete Schuldverschreibungen	277,0 Millionen RM.[30])
auf Sach- u. Festwerte laut. Schuldverschreibungen	53,9 Millionen RM.
auf Reichsmark, Goldmark oder Festmark lautende, im Inland ausgegebene Schuldverschreibungen	686,7 Millionen RM.
inländische Schuldverschreibungen insgesamt	1017,6 Millionen RM.
im Ausland aufgelegte Schuldverschreibungen	2181,8 Millionen RM.
insgesamt	3199,4 Millionen RM.

Der hervorragendste Anteil dieser Anleihen entfällt auf die Schwerindustrie mit rund 875 Millionen RM., auf die Wasser-, Gas- und Elektrizitätsversorgungsunternehmungen (zum großen Teil in öffentlicher Hand) die Summe von 700 Millionen RM. und auf die elektrotechnische Industrie rund 300 Millionen RM. Unter die Schuldverschreibungen der Banken fallen die großen Auslandsanleihen der Deutschen Bank und der Commerz- und Privatbank, unter die Inlandsanleihen Schiffspfandbriefe und Anleihen von Spezialbanken 3,149 Millionen RM. (98%) aller Schuldverschreibungen entfallen auf Kapitalgesellschaften (Aktiengesellschaften, bergrechtliche Gewerkschaften u. Gesellschaften mit beschränkter Haftung).[31])

*) Bei der Berechnung der Effektivverzinsung wurde angenommen, daß bei Anleihen, deren Kurs unter dem Rückzahlungskurs notiert, über die Höhe des laufenden Coupons hinaus jährlich ein Betrag entliehen werden darf, der jährlich entnommen und akkumulativ mit 5% verzinst, bis zum Ende der Anleihelaufzeit auf die Höhe des Disagios anwächst. Umgekehrt muß bei Anleihen, deren Kurs über dem Rückzahlungswert liegt, jährlich ein Betrag eingespart werden, der während der Laufzeit der Anleihe den Agioverlust amortisiert. Als Laufzeit wurde der Berechnung der im Sinne des Anleihegläubigers ungünstigste Rückzahlungstermin zugrundegelegt. Die errechnete Effektivverzinsung stellt somit ein Minimum dar; tatsächlich muß sie in den meisten Fällen noch etwas höher sein.

[30]) Darunter 63 Millionen RM. Genußrechte.

[31]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 483 ff.

2. Der Aufbau des deutschen Pfandbriefmarktes und die Preisbewegung.

Welche Bedeutung den Hypothekenbanken im deutschen Wirtschaftsleben zukam, vermögen am besten einige Zahlen zu zeigen. Eine Referentendenkschrift des Reichsfinanzministerium zur Aufwertungsfrage schätzt den Gesamtbetrag der im Reiche 1913 bestehenden Hypotheken im Einklang mit früheren statistischen Berechnungen auf 59—67 Milliarden RM. Diese Summe verteilte sich auf folgende Gläubiger:[32])

Bodenkredit- und ähnliche Anstalten	18,4	Milliarden
davon Hypothekenbanken	11,3	„
Sparkassen	13,0	„
Private Versicherungsanstalten	7,7	„
Invalidenversicherungsanstalten	0,6	„
in Händen von Privatgläubigern	19—27	„

Der Zusammenbruch dieses starken Kreditgebäudes ging von einem gesetzgeberischen Akt aus, dem Notgesetz vom 4. August 1914, das die Reichsbank von der Verpflichtung entband, ihre Noten in Gold einzulösen. Politische und wirtschaftliche Ereignisse des Jahrfünfts von 1918—1923 gaben diesem Gesetze furchtbare Auswirkungen und erschütterten unsere formal weiter geltende Privatrechtsordnung aufs schwerste. Ende 1923 hatten die Banken ihr eigenes, wie das ihnen anvertraute Vermögen ihrer Pfandbriefgläubiger bis auf winzige Teile verloren. Es war viel schlimmer gegangen, als man sich im bösesten Konkursfall gedacht hatte.[33]) Als 1924 die Inflationsschleier zerrissen waren, und die Goldbilanzen nicht mehr in astronomischen, sondern in meßbaren und vergleichbaren Ziffern sprachen, zeigte sich ein erschrekender Vermögensverlust. Das Eigenkapital war auf weniger als ein Fünftel zusammengeschrumpft.[34]. Aber von dem gleichen Gesetzgeber, von dem das Unglück ausgegangen war, kam die Hilfe.[35]) Die dritte Steuernotverordnung vom 2. Februar 1924 hatte die zur Deckung der Papiermarkpfandbriefe bestimmten noch bestehenden Hypotheken auf 15% des Goldwertes aufgewertet. Die Aufwertungsbeträge mußten vom übrigen Bankvermögen gesondert, aber auf Kosten des Instituts verwaltet werden. Zum Ersatz dieser Kosten wurden den Banken 20% aus den Aufwertungseingängen gleich 3% des Goldwertes der Deckungshypothek zugebilligt.[36]) Das Aufwertungsgesetz vom 16. Juli 1925 erweiterte die für die Pfandbriefgläubiger gewonnene Teilungsmasse beträchtlich.[37]) Die noch bestehenden Darlehen wurden nunmehr 10% höher aufgewertet, die nach dem 15. Juni 1922 zurückgezahlten Hypothekenforderungen lebten ebenfalls mit 25% ihres Goldwertes wieder auf.[38]) Dadurch wurde die Grundlage für einen neuen Darlehensstock geschaffen und den Hypothekenbanken die Wiederaufnahme ihres Darlehensgeschäftes erleichtert.

Somit begannen die Institute auf dieser neugewährten Kapitalbasis und Kreditunterlage ihr kleines Hypothekengeschäft auszubauen, das sie seit Mitte 1923 einzig auf die Konzessionen und den vorhandenen Sachapparat gestützt begonnen haben. Bei dieser Tätigkeit bieten sie wieder ein seltsames Bild. Als 50 bis 70 Jahre alte Unternehmungen treten sie auf einmal in den Zustand der Neugründung zurück und dieses bei gänzlich veränderter Wirtschaftslage. So hatte der Pfandbriefumlauf bei allen deutschen Aktien-Hypothekenbanken:

---

[32]) Nach brieflicher Mitteilung einer süddeutschen Hypothekenbank.

[33]) Vergleiche Fußnote 34 und 39.

[34]) Statistisches Jahrbuch 1928, S. 422. Das Aktienkapital betrug 1913 782 Millionen RM. off. Reserven 248 Millionen RM., 1924 161 Millionen RM. off. Reserven 32 Millionen RM.

[35]) Schlegelberger-Harmening, Kommentar zum Aufwertungsgesetz vom 16. 7. 1925, Berlin 1926, S. 14—20.

[36]) Der deutsche Volkswirt 1927, S. 735—738.

[37]) Nach Artikel 77 der Durchführungsverordnung.

[38]) Nach § 15 des Aufwertungsgesetzes vom 6. 7. 25 und vom 29. 11. 25 bestimmte, daß die Banken von den in die Teilungsmasse fließenden Beträgen 8% als Verwaltungskostenbeitrag beanspruchen durften.

Ende	1923	73	Millionen,	d. h.	den	Stand	vom	Jahre	1866
„	1924	292	„	„	„	„	„	„	1871
„	1925	659	„	„	„	„	„	„	1874
„	1926	1731	„	„	„	„	„	„	1881
„	1927[39])	3472	„	„	„	„	„	„	1885

Eine vollkommene Novität auf dem Pfandbriefmarkt bilden die Schuldverschreibungen, die auf Grund verschiedenartiger Reallasten von einem oder mehreren Zentnern Roggen oder über den Geldwert einer bestimmten Menge Feingold lauten.[40]) Durch eine Verordnung vom Dezember 1923 wurden die auf Grund von Reallasten herausgegebenen Sachwertschuldverschreibungen den Hypothekenbankpfandbriefen rechtlich gleichgestellt.[41]) Die Sachwertpfandbriefe entsprachen somit ganz den Hypothekenbandpfandbriefen der Vorkriegszeit; jedoch war die Preisbildung der Sachwerte, auf die die Pfandbriefe abgestellt sind, von Einfluß auf die Kaufkrafterhaltung des investierten Kapitals und auf die Höhe der Rente.[42]) Der Geldwert der Rente läßt sich nicht genau bestimmen, und so ist der Zins nicht nur der Preis für das gewährte Kapital sondern auch noch eine Risikoprämie. Mit November 1923 kamen zu den Roggenpfandbriefen auch Goldpfandbriefe hinzu, so daß sich der Hypothekenmarkt nunmehr in Roggen- und Goldschuldverschreibungen teilt.

Im Jahre 1922 hatte man mit einem Nominalzinsfuß von 5% der Roggenpfandbriefe begonnen.[43]) Dieser Zinsfuß entsprach natürlich nicht der damaligen Geldmarktlage; denn das Angebot von Pfandbriefen stellt eine Nachfrage nach Kapital in Geldform dar, und der Nominalzinsfuß muß dementsprechend in Einklang mit den am Markt sich bildenden Zinssätzen stehen. Die Verworrenheit der Geldkapitalverhältnisse gegen Ende der Inflation und während der ersten Zeit nach der Stabilisierung ließen schwerlich eine genaue, den damaligen Zinsverhältnissen entsprechende Nominalzinsfußfestsetzung zu. Aber schon im ersten Halbjahr 1924 begann der Pfandbriefmarkt sich den erheblich gesteigerten Zinssätzen anzupassen.[44]) Ein landesüblicher Zinsfuß hatte sich in den wenigen Monaten der stabilen Währung naturgemäß noch nicht bilden können. Es erfolgte deshalb die Anpassung durch Neuemissionen an die Lage des Kapitalmarktes nur tastend. So erschienen denn auch Pfandbriefe mit einem Nominalzinsfuß von 6, 7, 8 und 10%. Die zehnprozentigen Typen hatten meistens nur eine Laufzeit von 5—10 Jahren und konnten dann seitens der Emissionshäuser gekündigt werden.[45]) Infolge dieser kurzen Umlaufszeit waren sie für die langfristige Anlage von verhältnis-

---

[39]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1928, S. 422. — Wirtschaft und Statistik 1928, S. 410, 561. — Die Vorkriegszahlen sind den Schriften des Vereins für Sozialpolitik Bd. 154, S. 308/9 entnommen.

[40]) Geschäftsbericht der Roggenrentenbank AG. Berlin 1922/23. — Vierteljahrshefte für Konjunkturforschung, Sonderheft Nr. 3, Berlin 1927, S. 11.

[41]) Geschäftsbericht der Roggenrentenbank AG. Berlin 1923, S. 4.

[42]) Frankfurter Zeitung Nr. 122 vom 14. 2. 25. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 2 vom 3. 1. 26. — Die Sparkasse 1925, Nr. 4, S. 77. .... Während für die Goldmarkanleihen ein bestimmter Bewertungsfaktor in der Nominalziffer (Rechnungseinheit 100) gegeben ist, richtet sich die Bewertung der Produkten- und Feingoldanleihen nach dem jeweiligen Stand der der Anleihe zu Grunde liegenden Produktenpreise. Da diese den Konjunkturschwankungen unterworfen sind, ist zu verstehen, daß auch die Kurse größere Veränderungen aufweisen, als die Kurse der Goldmarkanleihen. Eine Kurssteigerung hat deshalb aber nicht ohne weiteres einen Rückgang der Realverzinsung zur Folge, wie dies bei den Goldmarkanleihen der Fall ist. Im Gegenteil kann mit einer Kurssteigerung sogar eine höhere Rente verbunden sein, wenn die Steigerung mit dem Wachsen der Produktenpreise nicht standhält und umgekehrt. Die folgenden Tabellen mögen die Rentabilität veranschaulichen usw.

[43]) Geschäftsbericht der Roggenrentenbank 1923, S. 6.

[44]) Geschäftsbericht der Bayerischen Handelsbank 1924, S. 6. Wirtschaft und Statistik 1925, S. 105.

[45]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 218 vom 30. 12. 25.

mäßig geringem Interesse. Die Spekulation nahm hauptsächlich diese Papiere auf, da sie hoffte, mit ihnen Kursdifferenzgeschäfte zu machen.[46]) Von den Pfandbriefemissionen 1924/25 entfiel fast die Hälfte auf diese zehnprozentigen Papiere,[47]) da die Institute von der Ueberlegung ausgingen, daß das Arbeiten auf der Basis dieses Typs zufolge des dabei erzielten höheren Erlöses für den Pfandbrief und der damit wieder gegebenen Möglichkeit höhere Auszahlungen bei der Hypothek zweifellos günstigere Ziffernerfolge für das Belehnungsgeschäft versprach. Die Pfandbriefemission mit 8%igen Zinsfuß trat mit 1925 immer mehr in den Vordergrund. Schon im Herbst 1924 kamen von der Gemeinschaftsgruppe deutscher Hypothekenbanken 8%ige Schuldverschreibungen heraus, aber die Bewegung dieser Papiere wurde durch die Intervention der Emissionshäuser stark reguliert.[48]) Die Aufnahme stieß anfangs infolge der geringen Kapitalbasis auf nicht unbeträchtliche Schwierigkeiten. Die einzelnen Institute sahen sich deshalb gezwungen, für einen Teil ihrer Emissionen ausländische Käufer zu suchen.[49]) Anderseits legten gewisse Institute (Versicherungsanstalten, Krankenkassen usw.) ihre Gelder in Pfandbriefen an, so daß die inländische Nachfrage eine gewisse Belebung erfuhr und eine beträchtliche Umlaufssteigerung von Pfandbriefen einsetzen konnte.[50]) Das kommt auch in der Statistik des Umlaufs von Pfandbriefen klar zum Ausdruck. Nach Zinsfüßen geordnet befinden sich Ende 1924 und Ende 1925 in Umlauf:[51])

In Tausend RM.

31. 12. 1924	Zinsfuß	31. 12. 1925
57 384,7	5 %	65 657,6
14 736,0	6 %	14 401,8
—	6½ %	—
3 245,0	7 %	11 728,4
2 174,1	7½ %	17 878,9
76 195,0	8 %	477 152,2
92,3	8½ %	6 969,6
—	9 %	20 771,0
119 932,5	10 %	429 185,5

Hierbei ergibt sich ein durchschnittlicher Zinsfuß der Pfandbriefemissionen im Jahre 1924 von 8,58%, der sich im Jahre 1925 auf 8,78% erhöht. Eine beträchtliche Umlaufssteigerung setzte im Jahre 1926 ein, wo der 8%ige Typ zum Standard wurde.[52]) Es bestand eine wohl noch niemals dagewesene Nachfrage nach Pfandbriefen, welche von der Reichsbank im Interesse der Verbilligung des Realkredits umsichtig gefördert wurde.[53]) Große Summen kurzfristiger Gelder flossen wegen des Zinsanreizes zum Kapitalmarkt.[54]) Diese lebhafte Nachfrage nach Pfandbriefen

[46]) Frankfurter Zeitung Nr. 329 vom 4. 5. 26. — Geschäftsbericht der Gemeinschaftsgruppe deutscher Hypothekenb. 1925, S. 10.

[47]) Wirtschaft und Statistik 1927, S. 482.

[48]) Geschäftsbericht der Süddeutschen Bodenkreditbank AG., 1925, S. 2. — Geschäftsbericht der Bayer. Hypotheken- und Wechselbank 1924, S. 3.

[49]) Berliner Tageblatt Nr. 39 vom 23. 11. 25.

[50]) Berliner Tageblatt Nr. 215 vom 8. 5. 26. — Münchener Neueste Nachrichten Nr. 219 vom 13. 8. 27.

[51]) Statistisches Jahrbuch 1928, S. 430. — Wirtschaft und Statistik 1928, S. 561.

[52]) Frankfurter Zeitung Nr. 98 v. 6. 2. 26 u. 3. 12. 26. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 73 vom 27. 3. 27.

[53]) Geschäftsbericht der Bayer. Hypotheken- u. Wechselbank 1926, S. 8.

[54]) Der deutsche Volkswirt 1927, S. 736. .... Die Nachfrage nach Pfandbriefen wurde zu gewissen Zeiten so stürmisch, daß die Banken sie nicht befriedigen konnten, weil es an geeigneten Objekten für die Beleihung fehlte. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 73 v. 27. 3. 27.

war derartig, daß die Bodenkreditinstitute notwendigerweise vom 8%igen Typ auf den 7%igen und sogar auf den 6%igen übergehen mußten.[55]) Eine beträchtliche Umlaufssteigerung setzte ein, wie nachfolgende Statistik darlegt:[56])

in Tausend RM.

31. 12. 1926	Zinsfuß	31. 12. 1927
64 758,0	5 %	63 100,0
14 415,8	6 %	344 300,0
16 800,0	6½%	—
169 664,7	7 %	861 800,0
54 104,5	7½%	66 500,0
1 565 181,7	8 %	1 826 200,0
10 609,4	8½%	9 700,0
23 904,5	9 %	23 900,0
519 352,8	10 %	238 900,0

Hier ist die durchschnittliche Nominalverzinsung der Pfandbriefe auf 7,97% gesunken. Der vermehrte Umlauf war ein Hauptverdienst der Auslandsanleihen, welche zur Zeichnung von Inlandsanleihen benutzt wurden.[57]) Mit dem Uebergang zum 7- u. 6%igen Typ fand eine Ueberschätzung unserer Kapitalverhältnisse statt u. zwar derart, daß man sogar soweit ging, Papiere mit einer Zinsfußausstattung von 5% auf den Markt zu bringen, die auch in ihrer Umlaufshöhe dem nachkriegliehen Emissionsmarkt unbekannt war. (Die 5%ige Reichsanleihe legte den Riesenbetrag von 500 Millionen RM. fest).[58]) Der Rückschlag konnte deshalb nicht ausbleiben, und die Institute sahen sich genötigt, wieder zum 8%igen Typ überzugehen, nachdem sie anfangs 1927 selbst die Ausgabe 8%iger Pfandbriefe unterbrochen hatten, dennoch sank der durchschnittliche Nominalzinsfuß auf 6,86%. Das Pfandbriefgeschäft belebte sich nicht in dem Ausmaße des vorigen Jahres, sondern es trat gewissermaßen eine Stockung ein, welche sich auch Anfang 1928 noch fortsetzte.[59])

Bekanntlich ist die Rendite oder Realverzinsung der beste Gradmesser, wie die Börse eine Anleihe oder eine Gruppe von Anleihen bewertet. Die Realverzinsung läßt sich aber durchschnittlich schwer ausrechnen, weil man in fast allen Fällen das Rückzahlungsdatum nicht kennt.[60]) Betrachten wir die Rendite der Goldpfandbriefe, so sehen wir, daß zu Anfang des Jahres 1924 die Pfandbriefkurse sich in aufsteigender Linie bewegten, im Gegensatz zu der Knappheit des Geldmarktes. Diese Steigerung fußt hauptsächlich noch in der Inflationspsychose. Der aus dem Angstgefühl sich ergebenden Steigerung der Kurse ohne Rücksicht auf die Rentabilität, mußte, der Knappheit des Kapitals am Markte entsprechend und der sich daraus als notwendige Folge ergebenden Steigerung des Zinsfußes ein Fallen der Kurse herbeiführen. Die Kursminderung war jedoch von solchem Ausmaß, daß der 5%ige Pfandbrief im Mai auf annähernd 30% sank. Erst im zweiten Halbjahr zeigte sich eine Verbesserung der Kurse, begründet durch die wachsende Anteilnahme ausländischer Kredite und durch die Wiederinangriffnahme der Kursinterventionen seitens der Banken. Die Kurssteigerung erfolgte daraufhin im Durchschnitt zwar stetig, jedoch machten sich im Gegensatz zu den Vorkriegsver-

[55]) Frankfurter Zeitung vom 3. 12. 26. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 73 vom 27. 3. 27.

[56]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 561.

[57]) Frankfurter Zeitung Nr. 1 vom 1. 1. 1927. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 3 vom 5. 1. 1927.

[58]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 14 v. 20. 2. 27. — Frankfurter Zeitung Nr. 65 v. 20. 11. 27.

[59]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 278 vom 29. 9. 27. — Geschäftsbericht d. Bayer. Hypotheken- u. Wechselbank 1927 S. 7. — Wirtschaft und Statistik 1927, S. 443.

[60]) Frankfurter Zeitung vom 3. 12. 26.

hältnissen die Fluktuationen des Geldmarktes hemmend bemerkbar.[61]) Die flüssigen Geldkapitalien strömten der für sie jeweils ergiebigsten Anlage zu und bewirkten hierdurch ihrerseits eine Beeinflussung der Kurse.[62]) Die durchschnittliche Realverzinsung aller Goldpfandbriefe belief sich auf 9,60%, die der Roggenpfandbriefe auf 10,76%.[63]) Daß die Rendite der Goldpfandbriefe im Gegensatz zu der der Roggenwertanleihen eine geringere war, ist aus den Kaufkraftschwankungen von Gold und Roggen zu erklären oder anders ausgedrückt, daß das Gold gegenüber dem Roggen eine größere Preiskonstanz aufwies.[64])

Monat	5 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	5 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	10 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit
	Monatsdurchschnittskurs		
Januar	63.73	—	—
Februar	60,24	—	—
März	51,05	—	—
April	43,95	—	—
Mai	35,10	—	—
Juni	38,63	—	—
Juli	46,74	—	84,00
August	53,48	—	83,43
September	61,05	—	92,10
Oktober	58,87	—	93,74
November	62,53	84.00	95.00[65])
Dezember	65,90	84,67	97,10

Rendite der Goldpfandbriefe 1924

Monat	5%	6%	7%	8%	10%	Durchschnitt %
März	9,16	10,74	8,69			
April	10,51	13,69	9,34			
Mai	12,76	16,03	10,85			
Juni	13,34	15,17	11,65			
Juli	11,15	11,93	11,21			
August	9,33	10,43	9,82		12,34	10,27
September	8,34	9,19	8,68		11,11	9,28
Oktober	8,44	9,25	9,25		11,38	9,59
November	8,34	8,95	9,15	9,49	11,27	9,44 [65a])
Dezember	8,25	8,59	8,92	9,37	10,94	9,21

Der Anfang des Jahres 1925 ließ die Kurssteigerung aller Pfandbriefe fortsetzen. Besonders bei den mit niedrigem Nominalzinsfuß ausgestatteten Typen wurde die Realverzinsung immer geringer.[66]) Schon im April fand die Kurssteigerung ihr zeitliches Ende. Die Ursachen lagen in der großen Betriebsmittelnot der Landwirtschaft, wodurch große Posten von Pfandbriefen auf den Markt

[61]) W. v. Bissing, Sachwertpfandbriefe und der Kapitalmarkt. Berlin 1926, S. 30.

[62]) W. v. Bissing, a. a. O. S. 37.

[63]) Wirtschaft und Statistik 1925, S. 105.

[64]) G. Preyer, Roggenpapiere und Roggensteuern. Jena 1923, S. 19 ff.

[65]) Nach eigenen Berechnungen auf Grund der Kurstabelle in der Frankfurter Zeitung.

[65a]) Vergl. Wirtschaft und Statistik, Jahrg. 1924.

[66]) Frankfurter Zeitung Nr. 117 v. 13. 2. 25. — Berliner Börsenkurier Nr. 42 v. 26. 1. 25.

strömten. Hauptsächlich waren es die landschaftlichen Pfandbriefe, die den Darlehnsnehmern unter der Bedingung eines für eine gewisse Zeit bestimmten Kaufverbotes übergeben wurden. Während dieser Zeitspanne durften nur eine Lombardierung oder Verkauf derselben durch die Emissionsbank getätigt werden.[67]) Die Institute fühlten sich aber außerstande, diesen Strom von Pfandbriefen einzudämmen, und infolgedessen mußte das Massenangebot zur Kurssenkung führen, zumal da ihnen die Mittel zur Kursregulierung noch nicht in entsprechendem Maße zur Verfügung standen. Weniger bemerkbar machte sich diese Erscheinung auf dem Hypothekenpfandbriefmarkt. Jedoch erfolgte auch hier ein ständiger Kursrückgang, so daß die gegen Anfang des Jahres erzielten Kurzsteigerungen gegen Ende des Jahres fast restlos verloren gingen.[68]) Eine Ausnahme bilden die zu jener Zeit erfolgenden Neuemissionen hochprozentiger Pfandbrieftypen, wo durch ständige Interventionen eine gewisse Kursstabilität erreicht wurde.[69]) Es notierten an der Berliner Börse im Jahre 1925:

Monat	5 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	8 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	10 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit
	Monatsdurchschnittskurs		
Januar	71,84	87,35	100,40
Februar	71,84	89,74	102,09
März	72,32	86,32	101,12
April	74,21	86,00	101,00
Mai	71,50	87,50	101,79
Juni	66,90	85,00	98,48
Juli	65,65	84,86	98,00
August	64,09	85.00	98,95
September	63,67	84,88	99,62
Oktober	64,31	84,67	100,56
November	60,48	84.63	101,00
Dezember	59,79	84,68	100,20 [70])

Aus obiger Zusammenstellung geht offensichtlich hervor, daß die Kursrückgänge bei den niedrig verzinslichen Pfandbrieftypen in bedeutend stärkerem Maße vor sich gingen als bei den hochprozentigen Pfandbriefen. Diese Tatsache findet ihre Ursache in der äußerst geringen Nachfrage nach 5%igen Papieren und in der Zuwendung der flüssigen Geldkapitalien an hochverzinsliche Werte, zumal die sich bietende Rente trotz des höheren Disagios geringer war als bei den höher verzinslichen Pfandbriefen.[71]) Für 1925 betrug die Durchschnittsrendite der Goldpfandbriefe 9 %, die der Roggenwertanleihen 9,71 %. Daß auch 1925 die Rendite der Roggenwertanleihen höher war als die der Goldpfandbriefe, lag in der ganzen Kursbewegung dieser Papiere begründet. Während anfangs die Kursbewegung den

---

[67]) Preußische Pfandbriefbank, Geschäftsbericht 1925, S. 6. — W. v. Bissing, a. a. O. S. 39.

[68]) Berliner Börsenkurier Nr. 268 v. 11. 6. 25.

[69]) Geschäftsbericht der Preußischen Zentralbodenkreditbank 1925, S. 4. . . . . Während wir in den ersten Monaten noch wenige Millionen 10%iger Pfandbriefe ausgaben, haben wir im weiteren Verlauf des Jahres ausschließlich 8%ige Pfandbriefe als Grundlage unseres Beleihungsgeschäftes gewählt und durch eine vorsichtige, der Nachfrage angepaßte Ausgabe erreicht, daß deren Kurs von wesentlichen Schwankungen verschont geblieben ist. Allerdings haben wir, um die Darlehen alsbald auszahlen zu können, zeitweise größere Posten von Pfandbriefen selbst übernehmen müssen.

[70]) Nach privaten Berechnungen auf Grund der Kurstabelle in der Frankfurter Zeitung.

[71]) Jahrbuch für Bodenkredit, Berlin 1928, S. 684. . . . . Es zeigte sich die schon in den Vorkriegsjahren beobachtete Tatsache, daß die nieder verzinslichen Pfandbriefe einen höheren Kursstand einzunehmen pflegen, als ihnen

Bewegungen des Roggenpreises folgte, setzten die Roggenpfandbriefe ihre Kurssteigerung auch dann fort, als der Roggenpreis zu sinken begann. Sie setzten sich also in Gegensatz zur Preisbewegung ihrer Sachwertgrundlage, und schienen damit sowohl die Fühlung mit dem Kapitalmarkt als auch mit dem Produktenmarkt verloren zu haben.[72])

Rendite der Goldpfandbriefe 1925

	5%	6%	7%	8%	10%	Durchschnitt %
Januar	7,35	7,88	8,71	9,41	10,47	8,76
Februar	7,36	7,70	8,48	9,04	10,28	8,57
März	7.23	7,74	8,40	9,11	10,30	8,55
April	7,34	8.00	8,40	9,26	10,45	8,69
Mai	7,43	8,11	8,40	9,33	10,47	8,75
Juni	7,78	8,54	8,74	9,59	10,90	9,07
Juli	8,04	8,71	8,75	9,78	10,99	9,25
August	8,29	8,79	8,74	9,63	11,03	9,30
September	8,21	8,71	8,71	9,61	10,87	9,22
Oktober	8,02	8,68	8,72	9,64	10,97	9,21
November	8,21	8,87	8,72	9,71	11,08	9,32
Dezember	8,15	8,56	8,71	9,90	10.95	9,25[73])

Wie auf dem Aktienmarkt mit Beginn des Jahres 1926 durch die allgemeine Geldflüssigkeit ein Steigen der Aktienkurse hervorgerufen wurde, so wirkte dieses gleiche Moment auch auf das Kursniveau der Roggenwertanleihen und Goldpfandbriefe ein. Vor allen Dingen bot die äußerst niedrige Kurslage der Pfandbriefe zu Anfang des Jahres eine beachtliche Realverzinsung. Die 8%igen Pfandbriefe, die im Januar noch zu einem Durchschnittskurs von 85 % Prozent zum Verkauf standen, hatten schon im März den Parikurs erreicht und auch bald überschritten.[74]) Hinzu kam die verschiedentliche Herabsetzung des Reichsbankdiskontes, so daß in der zweiten Hälfte des Jahres 1926 an eine Herabsetzung des Nominalzinsfußes der Pfandbriefe, auf 6- und 7%ige Papiere, geschritten werden konnte. Durch diese allgemein vorherrschende Kurssteigerung wurde erreicht, daß dem langfristigen Kapitalbedarf erhebliche Mittel zur Verfügung gestellt werden konnten und somit eine Verbilligung des Realkredits möglich wurde. Jedoch kann von einer einheitlichen Kursbewegung der Pfandbriefe nicht gesprochen werden. Aus nachstehender Tabelle geht hervor, daß Kursgewinne von ungefähr 8 % bei 10%igen Pfandbriefen und 23 bis 28 % bei 5- resp. 8%igen Pfandbriefen bestanden. Daß die Steigerung bei den niedrig verzinslichen Papieren stärker zum Ausdruck kam als bei den hochverzinslichen, hat seine Ursache neben der verschiedenartigen Kündigungsmöglichkeit[75]) hauptsächlich in der allgemeinen besseren Anpassungsfähigkeit der Kurse an die Lage des Kapitalmarktes,[76]) die durch Besserung der Geldmarktsätze auch eine Senkung der Pfandbriefnominalzinsen erhoffen ließ.

---

mit Rücksicht auf die Rente der Normalpfandbriefe eigentl. rechnerisch zukommen würde. Es ist dies eine Folge der gegebenen Möglichkeit der Kündigung oder Verlosung, wobei diese Werte zu pari eingelöst werden müssen. Außerdem winkt bei diesen Pfandbriefen für den Fall einer Konjunkturbesserung eine Gewinnchance; denn erfahrungsgemäß weisen in solchen Fällen gerade diese Pfandbriefe die größten Steigerungen auf.

[72]) Wirtschaft und Statistik 1925, S. 486. — Die Sparkasse 1925, Nr. 4, S. 77.

[73]) Vergl. Wirtschaft und Statistik 1925.

[74]) Vergleiche S. 36 Monatsdurchschnittskurs der 8%igen Pfandbriefe.

[75]) Frankfurter Zeitung Nr. 270 v. 13. 4. 26. . . . . So wurde eine Serie der 10%igen Pfandbriefe der Bayer. Hypotheken- und Wechselbank schon zum 1. Mai 1926 mit einer monatlichen Kündigungsfrist versehen.

[76]) Frankfurter Zeitung Nr. 270 v. 13. 4. 26.

Monat	5 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	8 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	10 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit
	Monatsdurchschnittskurs		
Januar	67,00	85,40	100,68
Februar	72.13	91,21	104,00
März	78,37	96,52	106,96
April	85,96	100,13	108,09
Mai	82,83	100,00	107,65
Juni	80,62	100.00	107,42
Juli	82,56	100,00	111,48
August	83,77	100,46	111.50
September	82,77	100,04	108,73
Oktober	83,42	100,50	107,00
November	86,64	101.88	109,00
Dezember	89.88	102,96	107,36 [77])

Die 10%igen Pfandbriefe wurden durch den Zinsabbau zu einer Art begehrenswerter Objekte gemacht. Erst die Konvertierungsabsichten der Emissionsbanken ließen deren Realverzinsung wieder ansteigen. Ende des Jahres 1926 bewegte sich die durchschnittliche Realverzinsung aller Goldpfandbriefe unter 8 %. So zeigte sich eine Realverzinsung von 7,75 %. Hierbei kann die Rendite der 8%igen Goldpfandbriefe als der wahre Ausdruck des Kapitalmarktes angesehen werden.[78]) Daß die Rendite der Roggenanleihen ebenfalls kleiner wurde, war zum erheblichen Teil auf eine Erhöhung der Preise des betreffenden Produktes zurückzuführen. Wie im Jahre 1925 war auch 1926 keine Gleichmäßigkeit der Bewertung zu verzeichnen. Teils machten sich die Schwankungen der Roggenpreise auf die Kursbildung überhaupt nicht bemerkbar,[79]) teils wurde die Preiserhöhung schon Monate vorher als Bewertung vorweggenommen. Bei ihnen begann sich eine Preisgestaltung zu zeigen, wie sie Seltenheitsgütern eigentümlich ist, bei denen wohl eine starke Nachfrage, aber ein immer schwächer werdendes Angebot vorhanden ist. Dies erklärt sich zum Teil daraus, weil die Pfandbriefbanken beabsichtigten, die Roggenwertanleihen in Goldschulden umzuwandeln.[80])

Rendite der Goldpfandbriefe 1926

	5%	6%	7%	8%	10%	Durchschnitt %
Januar	7,53	7,96	8,65	9,52	10,47	8,83
Februar	6,98	7,43	8,34	8,88	9,97	8,32
März	6.56	7,17	8.07	8,47	9,69	7,99
April	6,08	6,79	7,63	8,13	9,62	7,65
Mai	6,10	6,83	7,63	8,16	9,63	7.67
Juni	6.17	6,87	7.55	8,15	9,64	7,64
Juli	6,08	6,74	7,44	8,12	9,52	7,58
August	6,00	6,66	7,40	8,08	9.51	7,53
September	5,96	6,63	7,36	8,06	9,61	7,53
Oktober	5,93	6,68	7,32	8,05	9,60	7,52
November	5,82	6,70	7,28	8.01	9,61	7,49
Dezember	5,52	6,34	7.10	7,89	9,64	7,29 [81])

[77]) Nach privaten Berechnungen auf Grund der Kurstabelle der Frankfurter Zeitung.

[78]) Vergleiche Statistisches Jahrbuch 1927, S. 372, 438. — Wirtschaft und Statistik 1926.

[79]) Deutsche Bergwerkszeitung, Nr. 61 vom 13. 3. 1927.

[80]) Statistisches Jahrbuch 1927, S. 372, 438.

[81]) Wirtschaft und Statistik 1926.

Auch im Anfang des Jahres 1927 hielt die Kurssteigerung noch an. Die 8%igen Pfandbriefe notierten weit über pari, und in den Kreisen der Realkreditinstitute trug man sich vielfach schon mit dem Gedanken, eine Begebung nicht nur 6%iger, sondern auch 5%iger Goldpfandbriefe als Standardpapiere durchzuführen.[82]) Aber schon im Februar mußte die Kurssteigerung wiederum einer rückläufigen Bewegung Platz machen, die folgende Ursachen hatte: Neben der bereits erwähnten Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch die 5%ige Reichsanleihe war es vor allem die Ankündigung der Kreditrestriktionen,[83]) die den Umfang der Börsenhausse einschränken sollte. Trotz längere Zeit dauernde Stützungsversuche seitens der Ausgabebeanken reichte der Kursrückgang bis zum Ende des Jahres. Nur die hochverzinslichen Papiere behielten zum Teil ihren hohen Kursstand. Die 8%igen Schuldverschreibungen setzten sich wieder als Standarttyp durch.

Monat	5 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	8 proz. Preuß. Centr. Bodenkredit	10 proz. preuß. Centr. Bodenkredit
	Monatsdurchschnittskurs		
Januar	83,28	105,04	112,48
Februar	94.17	106,00	111,29
März	91,74	104,30	113,15
April	90,57	103,00	112,61
Mai	89,25	102,92	113,29
Juni	85,79	102,08	111,33
Juli	85,62	101,76	110,10
August	85,35	101,39	109,83
September	84,83	100.33	107,10
Oktober	82,02	99,50	106,22
November	80,15	97,78	104,22
Dezember	82,13	97,82	103,38[84])

Die Rendite der Pfandbriefe verbesserte sich in gewaltigem Maße. Auch bei den Roggenwertanleihen befand sich schon mit Februar die Rendite in ununterbrochener Steigerung. Dennoch war in vollem Umfang die Kurssenkung dieser Papiere der allgemeinen Pfandbrieftendenz nicht gefolgt. Als besonderes Moment lag hier wiederum die Preisschwankung der Sachwertbasis zugrunde. Somit ergab sich für 1927 eine Durchschnittsrendite der Goldpfandbriefe von 7,33 %, der der Roggenpfandbriefe von 7,36 %.

---

[82]) Frankfurter Zeitung Nr. 115 v. 13. 2. 27. . . . . Bemerkenswert ist, daß die Reichsregierung mit der Auflegung der 5%igen Reichsanleihe Richtlinien zur Schaffung eines Standardtyps aufstellen wollte, ohne aber zu bedenken, daß auf dem Kapitalmarkt eine künstliche Beeinflussung unmöglich ist, und daß sich die Zinssätze von selbst durch die Entwicklung ergeben müssen.

[83]) Der Höhepunkt der Kursbewegung wurde Anfang Mai erreicht. Plötzlich trat, veranlaßt durch die Reden Schachts, Duisbergs und von Siemens', die den Umfang der Börsenhausse als nicht berechtigt bezeichneten, eine erhebliche Abschwächung ein, verschärft vor allem durch die Ankündigung ziemlich gewaltiger Kreditrestriktionen. Da diese Pläne unmittelbar vor dem Medio bekannt gegeben wurden, mußte die Auswirkung besonders stark werden. Der bekannte „schwarze Freitag" brachte Kurseinbrüche von durchschnittlich ein Viertel des Vortagskursstandes. Die Wirtschaftskurve 1927, S. 153.

[84]) Siehe Fußnote 76, S. 37.

Rendite der Goldpfandbriefe 1927

Monat	5%	6%	7%	8%	10%	Durchschnitt %
Januar	5,37	6,16	6,96	6,76	9,52	7,15
Februar	5,32	6,07	6,83	7,74	9,52	7,10
März	5,39	6,10	6,86	7,80	9,57	7,14
April	5,47	6,14	6,89	7,19	9,46	7,15
Mai	5,55	6,18	6,93	7,84	9,50	7,20
Juni	5,80	6,27	7,01	7,93	9,50	7,30
Juli	5,87	6,31	7,06	7,93	9,48	7,33
August	5,84	6,34	7,12	7,99	9,50	7,36
September	5,91	6,41	7,22	7,98	9,52	7.41
Oktober	6,11	6,55	7,33	8,03	9,59	7.52
November	6,26	6,63	7,49	8,18	9,68	7,65
Dezember	6,10	6,67	7,52	8,18	9,63	7,62[85])

3. Der Hypothekenzinsfuß.

Wenn kurz nach der Stabilisierung die Banken auf Grund des 5%igen Pfandbriefs zur Hypothekengewährung übergingen, so bot doch dieser Typus auf die Dauer gesehen nicht die Sicherheit, daß er als Grundlage des Hypothekarkredits dienen konnte. Denn bei der Aufnahme eines geringer verzinslichen Darlehens auf Grund des niedrig verzinslichen Pfandbriefes, mußten neben der Verpflichtung der Rückzahlung der Hypothek zum Nominalbetrag gleichfalls die Zinsen in Höhe des Nennbetrages erstattet werden. Diese für die Darlehensnehmer sich ergebenden Härten zwangen die Hypothekenbanken im Juli 1924 zum 10%igen Pfandbrieftypus überzugehen.[86]) Es erhoben sich zwar gegen derartige Emissionen eine Reihe warnender Stimmen, die besagten, daß dem niedrig verzinslichen Pfandbrief der Vorzug zu geben sei allein schon wegen der Schwere der Last infolge der Höhe des Zinssatzes der auf dem Grundstück liegenden Hypothek und der sich dadurch ergebenden Schwierigkeit der Veräußerung im Falle der Not, wie auch der Größe des Mißverhältnisses zwischen dem Zins des gebundenen langfristigen Kapitals und der Rente des landwirtschaftlichen Betriebes. Demgegenüber jedoch steht der Hinweis, daß die auf Grund eines höher verzinslichen Pfandbriefes aufgenommene Hypothek für den Darlehnsnehmer den Vorteil eines geringeren Disagioverlustes zeitigt.[87]) Da sich aber ein normal funktionierender Kapitalmarkt noch nicht gebildet hatte, so war schon allein der Versuch der allmählichen Anpassung an die Zinsfußentwicklung des Kapitalmarktes als bedeutsamer Fortschritt und Bezeugung des guten Willens zu begrüßen. Unter Berücksichtigung dieser Zusammenhänge ist zu sagen, daß im Jahre 1924 die auf der Grundlage des 10%igen Pfandbrieftypus aufgenommene Hypothek tatsächlich vorteilhafter war. Bekanntlich lag in normalen Zeiten der Hypothekenzins ein halb Prozent über dem Pfandbriefzins. Diese Zinsspanne stellt den Verwaltungskostenbeitrag dar, den die Bank für sich in Anspruch nimmt.[88]) In Wirklichkeit aber wäre es weit gefehlt, anzunehmen, daß der Zinsfuß am Hypothekenmarkt durch diesen Nominalzinsfuß charakterisiert wäre. Der Realkredit, den die Landwirtschaft und der städtische Grundbesitz in dieser Zeit erhielt, kam dem Darlehensnehmer ungleich höher zu stehen, als er sich in der Festsetzung des Nominalzinsfußes widerspiegelte; denn die Darlehensbedingungen von seiten der Banken waren wesentlich schärfer. Das Pfandbriefdisagio, die Provision der Bank, die Bonifikation, die sie für den Absatz der Pfandbriefe bezahlen mußte, die sonstigen Kosten und Spesen drückten den Auszahlungskurs der Hypotheken ganz erheblich herab. So wurden 1924 oft

[85]) Statistisches Jahrbuch 1928, S. 438.

[86]) Geschäftsbericht d. Bayer. Hypotheken- u. Wechselbank 1924 S. 5. Geschäftsbericht der Bayerischen Vereinsbank 1924, S. 7.

[87]) Geschäftsbericht der Bayerischen Vereinsbank 1924, S. 7.

[88]) Der Verwaltungskostenbeitrag stellte sich im Jahre 1924 durchschnittlich auf 2½—3 %.

Auszahlungskurse erreicht, durch welche die Hypothek dem Schuldner einen Realzins auferlegte, der ohne Kenntnis der Höhe der Darlehensvaluta vom Nominalzins gar nicht abgeleitet werden konnte. So waren die Darlehensbedingungen unter Zugrundelegung des 5%igen Pfandbriefes Mitte 1924 derartig, daß bei einem Disagio von fast 60 % nur ein Auszahlungskurs von 40 % in Frage kam.[89]) Unter weiterem Abzug von Kosten und Spesen[90]) stellt sich das Hypothekendarlehen auf einen Realzinssatz von fast 22 %. Mit solchen Darlehen konnte natürlich den Hypothekennehmern wenig gedient sein, schon deswegen nicht, weil der genehmigte Betrag der Hypotheken in den meisten Fällen hinter den Anforderungen der Schuldner wesentlich zurückbleiben mußte.[91]) Bei den hochverzinslichen Darlehen hatte der Schuldner neben den 10 % Zinsen einen jährlichen Verwaltungskostenbeitrag von einhalb bis ein Prozent und einen Tilgungssatz von ebenfalls einhalb bis drei Prozent zu entrichten.[92]) Hinzu kam noch ein einmaliger Abzug — Beleihungsunkosten — bis zu 7 % des Nominalbetrages.[93]) Diese 10%igen Darlehen erbrachten im Sommer etwa 75—80 % des Nominalbetrages, so daß sich hierbei die Realverzinsung auf ca. 19 % belief. Im zweiten Halbjahr dagegen, infolge Eintretens einer verhältnismäßig günstigen Börsenlage und der Erschließung der ausländischen Kapitalquellen, trat eine entsprechende Senkung des Hypothekenzinsfußes in Erscheinung. Am Jahresende betrug der Kurs der 10%igen Pfandbriefe ca. 90 %. Unter Berücksichtigung der durch Abzüge eintretenden Schmälerung schwankte die Effektivzinsbelastung um 15 %. Während im Frühjahr 1924 der Realhypothekenzinsfuß seinen Höhepunkt erreicht hatte, trat mit diesem Zeitpunkt eine allmähliche rückläufige Bewegung ein, obschon sich auch im Jahre 1925 der Realzinsfuß auf durchschnittlich 12—15 % bewegte. Der Anfang des Jahres 1925 zeigte eine einigermaßen ansprechende Kapitalflüssigkeit,[94]) so daß die Hypothekdarlehen bald zu einer Valuta von 76—84 % bei Zugrundelegung eines 8%igen Pfandbriefes und einer von 90 % bei 10%igen Typus zur Auszahlung kamen. Im Februar erforderte ein auf Grund des 8%igen Pfandbriefes gewährtes Anuitätendarlehen unter Berücksichtigung eines Pfandbriefdisagios von 19 % des Abzuges von 7½ %, des Verwaltungskostenbeitrages von 1½ % eine Zinslast von 13 %.[95]) Der im Frühjahr einsetzende Zusammenbruch des Aktienmarktes griff auch auf den Pfandbriefmarkt über, so daß eine für den Darlehensnehmer günstige Hypothekenaufnahmemöglichkeit bald illusorisch wurde, zumal auch die Bonifikationssätze noch nicht von ihrer 4—5%igen Höhe herabgesetzt wurden.[96]) Ein weiteres Belastungsmoment für den Hypothekdarlehensnehmer lag in dem System der zeitweiligen Darlehenspfandbriefgewährung, wo es dem Schuldner überlassen war, für eine für ihn bestmöglichste Plazierung Sorge zu tragen.[97]) Diese ungünstige Lage des Hypothekenmarktes konnte erst im Dezember 1925 etwas behoben werden, so daß die Hypothekgewährung beim 8%igen Typ zu einem Realzins von 12,50 %, beim 10%igen Pfandbrief zu einem Zinssatz von 12,25 % erfolgte.

---

[89]) Geschäftsbericht der Preußischen Central-Bodenkreditbank A.-G. 1924, S. 6. . . . . Im Mai 1924 sank der Kurs unserer 5%igen Goldbriefe bis auf annähernd 30 %. Als Grundlage zum langfristigen Realkredit war dieses Papier auf die Dauer nicht zu verwenden. Der Schuldner mußte nicht nur Zinsen für den Nominalbetrag des Darlehns übernehmen, obwohl er weit unter 50 % dieses Betrages erhielt, sondern mußte sich auch verpflichten, den Nennbetrag voll zurückzubezahlen.

[90]) In ihnen war die Bonifikation enthalten. Sie betrug im allgemeinen 4%, doch wurde dieser Satz auch zeitweilig überschritten. — Geschäftsbericht der Preuß. Centralbodenkreditbank 1925, S. 6. — Geschäftsbericht der Gemeinschaftsgruppe deutscher Hypothekenbanken 1925, S. 9. — Geschäftsbericht der Bayer. Hypotheken- und Wechselbank 1925, S. 6.

[91]) Geschäftsbericht der Bayer. Hypoth.- u. Wechselbank 1924, S. 6.

[92]) [93]) Nach brieflichen Mitteilungen einer süddeutschen Hypothekenbank.

[94]) Frankfurter Zeitung Nr. 117 vom 13. 2. 1925. — Berliner Börsenkurier Nr. 42 vom 26. 1. 1925.

[95]) Nach brieflicher Mitteilung einer süddeutschen Hypothekenbank.

[96]) Geschäftsbericht der Preuß. Centralbodenkreditbank 1925, S. 6. — Geschäftsbericht der Gemeinschaftsgr. deutscher Hypothekenbanken 1925, S. 7. — Geschäftsbericht der Bayer. Hypoth.- u. Wechselbank 1925, S. 6.

[97]) Geschäftsbericht der Süddeutschen Bodenkreditbank 1925, S. 1.

Die weiter zunehmende Kapitalneubildung im Jahre 1926 ermöglichte es, die Auszahlungsbedingungen für Hypothekdarlehen dauernd zu verbessern. Während im März noch das von den Hypothekenbanken gewährte Darlehen unter Zugrundelegung des 8%igen Pfandbrieftypus eine Reallast von 11,75 % bedingte, belastete das Darlehen den Hypothekennehmer im Mai mit 10,40%, um im Dezember auf 9,20% zu sinken. Eine wesentliche Förderung erfuhr die Zinssenkung durch die Herabsenkung der Verkaufsprovision auf 1—1½% und durch Herabsetzung des Verwaltungskostenbeitrages.[98]) Als im letzten Viertel des Jahres 1926 die Hypothekenbanken zur Emission von 7 und 6%igen Papieren schritten, ging gleichzeitig eine Herabsetzung der Zinsverpflichtung einher. „Während sich Anfang Januar für das auf Grund des 8%igen Pfandbriefes gewährte Amortisationsdarlehen noch eine Nettoverzinsung von 12,25% ergab, belastete das Darlehen den Nehmer bei dem 7%igen Pfandbrief Ende des Jahres nur noch mit einer Zinsverpflichtung von 7,9% und im neuen Jahre bei dem 6%igen Pfandbrief nur noch mit 6,80%."[99]) Seit 1925 findet mit der Nominalpfandbriefzinsfußänderung eine fortschreitende Anpassung des Nominalhypotheken- wie auch Realhypothekenzinsfußes statt. Im ersten Viertel des Jahres 1927 erzielten 8%ige Darlehen 98—100%, 7%ige Darlehen 94—98%. Die 6%igen wurden mit 92—94% ausgeliehen. Dagegen hatten die 5%igen Darlehen noch immer ein erhebliches Disagio zu tragen, da der Markt für 5%ige Pfandbriefe nur verhältnismäßig geringe Aufnahmelust zeigte. Bei Anrechnung der üblichen Sonderbelastungen stellt sich die Effektivbelastung auf 8½ bis 9%.[100]) Als im Mai der große Zusammenbruch des Effektenmarktes erfolgte, waren die Hypothekenbanken genötigt, wochenlang ihre Beleihungstätigkeit einzustellen.[101]) Im Oktober betrugen bei der Basis des 7%igen Pfandbriefes die durchschnittlichen Auszahlungskurse 90—91%, während man bei 8%igen etwa 95% in Ansatz bringen konnte. Gegen Ende des Jahres war die Lage derartig, daß die Effektivzinsbelastung für den Darlehensnehmer sich durchschnittlich auf 9,50 bis 9,80% belief.[102])

Während vor dem Kriege das Realkreditgeschäft eines der wichtigsten Arbeitsgebiete der Sparkassen war, hatte sich mit der Inflation eine grundlegende Aenderung eingestellt. Unter der Begründung höherer Liquidität befaßten sich die Sparkassen hauptsächlich mit dem Personalkreditgeschäft. Erst mit dem Jahre 1926 stellte sich eine stärkere Hypothekdarlehensgewährung ein. Die folgende Tabelle zeigt die Ausbildung einiger Hypothekenausleihsätze mehrerer größerer Sparkassen.[103])

Kasse [104])	Anfang 1924	Dez. 1924 Anf. 1925	Juli 1925	Januar Febr. 26	März April	Juli 1926
I	24%	15%	15%	14%	12%	10%
II	18%	11%	10%	—	8%	8%
III	—	—	—	—	8½%	8-8½%
IV	—	10%	10%	10%	1% über Reichsbankdiskont	1% über Reichsbankdiskont
V	30%	15%	15%	14%	12%	10%
VI	—	—	—	—	—	8½%

[98]) Geschäftsbericht der Preuß. Centralbodenkreditbank 1926, S. 4. — Geschäftsbericht der Süddeutschen Bodenkreditbank 1926, S. 6.

[99]) Geschäftsbericht der Preuß. Centralbodenkreditbank 1926, S. 4.

[100]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 244 vom 18. 10. 1927. — Geschäftsbericht der Süddeutschen Bodenkreditbank 1927, S. 1. — Geschftsbericht der Preuß. Centralbodenkreditbank 1927, S. 4.

[101]) Nach brieflicher Mitteilung einer süddeutschen Hypothekenbank.

[102]) Desgl. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 244 v. 18. 10. 1927. — Geschäftsbericht der Preuß. Centralbodenkreditbank 1927, S. 4.

[103]) Die Namen der Kassen sind mit I—VI bezeichnet.

[104]) Frankfurter Zeitung Nr. 600 vom 5. 9. 1926.

Mitte 1927 sind die Nettokosten für Hypotheken auf durchschnittlich 7—7,50% gesunken. Die Heraufsetzung des Reichsbankdiskontes auf 6 und 7% mußte natürlich auf den Hypothekenzins steigernd wirken, so daß die Effektivzinsbelastung sich auf 8—9½ stellte.[105])

4. Der Rentenmarkt unter besonderer Berücksichtigung der 5%igen Reichsanleihe.

In den Jahren 1924—1927 war der Anteil der Kommunalobligationen an der Gesamtemission rein zahlenmäßig betrachtet sehr gering. Wenn auch an und für sich der Umlauf der Kommunalschuldverschreibungen den Vorkriegsstand von 462,4 Millionen Mark[106]) überflügelt hat, so erscheint diese Summe dennoch gering im Verhältnis zur Hypothekenpfandbriefemission.[107]) Die Entwicklung dieses Marktes unterliegt fast vollkommen dem Einfluß der Hypothekenbanken. Was hier an Kursen, an Emissionsarten hinsichtlich Zins und Laufzeit, Tilgungsbedingungen usw. herausgebracht wurde entspricht dem jeweiligen Hypothekenbankpfandbrief, dem Normaltyp. Auch die Kontrolle der Hypothekenbanken, die sich bei der Kursregulierung ausdrückt, spricht dafür, daß die Pfandbriefe sich am besten dazu eignen, für andere Anleihen die Richtschnur zu sein. So erfolgte die Emission der verschiedenartigen Typen von Kommunalschuldverschreibungen fast genau in Anlehnung an die Pfandbriefausgabe. Die Kursbewegung, resp. die Rendite dieser Papiere zeigte folglich die gleiche Tendenz wie die der Pfandbriefe.[108]) Wohl waren die Schwankungen z. B. bei den Landeskulturrentenobligationen zeitweise größer, aber nur deshalb, da den öffentlichen Anstalten zur Kursregulierung nicht die gleichen Mittel zur Verfügung standen, wie den Hypothekenbanken.[109]) So zeigte die durchschnittliche Kursbewegung der Kommunalobligationen und die der Pfandbriefe mit geringen Schwankungen eine fast einheitliche Tendenz.

Durchschnittliche Kursbewegung der Goldpfandbriefe.

1924	1925	1926	1927
54,08%	79,35%	91,91%	97,54%

Durchschnittliche Kursbewegung der Kommunalobligationen.

1924	1925	1926	1927
51,93%	76,36%	91,21%	96,92%[110])

Dem korrespendierte die äußerst geringe Abweichung der Renditen.

Durchschnittsrendite der Goldpfandbriefe.

1924	1925	1926	1927
9,60%	9,00%	7,75%	7,33%

Durchschnittsrendite der Kommunalobligationen.

1924	1925	1926	1927
9,97%	9,48%	8,23%	7,46%[111])

Bemerkenswerter als die Emission und Kursbewegung der Kommunalobligationen war die der Anleihen. Das Jahr 1926 kann eigentlich erst recht als das Jahr wieder beginnender öffentlicher Anleihetätigkeit bezeichnet werden. Während im Jahre 1925 nur wenige Millionen RM.[112]) öffentlicher Anleihen zur Auflegung gelangten, sind im Jahre 1926 ca. 1 Milliarde Fiskalanleihen auf dem Kapitalmarkt

---

[105]) Jahrbuch für Bodenkredit Berlin 1928, S. 215, 300. — Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 190 vom 16. 8. 1927 und Nr. 244 vom 18. 10. 1927.

[106]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1928, S. 422.

[107]) Vergleiche S. 51, Tabelle IV.

[108]) Es ist vorauszuschicken, daß diese Papiere in der Sicherheit ebenso fundiert sind, wie die Goldpfandbriefe, da ja beide von den Hypothekenbanken emittiert werden.

[109]) Geschäftsbericht der Bayer. Landeskulturrentenanstalt 1925, S. 11.

[110]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1927, S. 372, 1928, S. 438.

[111]) Ebenda.

[112]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 485. — Vergl. S. 52, Tabelle IVa.

erschienen. Indessen auch diese stattliche Ziffer verliert von ihrem Ansehen, wenn man die entsprechende Vorkriegsziffer gegenüberhält: Vor dem Kriege wurden jährlich etwa 1,2 Milliarden RM. öffentlicher Anleihen begeben.[113]) Interessant ist hierbei die Feststellung, daß sich unter den öffentlichen Anleihen eine Emission des 8%igen Typus nicht mehr befindet. Diese Verbesserung der Emissionsbedingungen kommt deutlich zum Ausdruck bei einem Vergleich der Renditen während des Jahres 1926

März—Mai	Juni—August	September—November
9%	7,8%	7,6%[114]).

Im Jahre 1927 erschienen zum ersten Male seit der Inflation langfristige Staatsanleihen.[115]) Die 5%ige Reichsanleihe wurde zu einem Kurs von 92% emittiert. Die reine Verzinsung stellte sich für den Käufer auf 5,43%. Unterstellt man, daß die Anleihe 1937 zur Gesamtkündigung gelangt, so ergibt sich eine Effektivverzinsung von 5,7%.[116]) Diese Anleihe stellte eine Ueberschätzung der realen Kapital- und Zinsverhältnisse dar. Das Anleihekursniveau sank stetig, um im Dezember zu einem vorläufigen Stillstand zu kommen. Wie aus beifolgender Tabelle ersichtlich, sank der Kurs der Staats- und Gemeindeanleihen während des Jahres 1927

von 98,56 % im Januar
99,99 % im Februar
98,73 % im März
98,33 % im April
97,85 % im Mai
96,89 % im Juni
95,66 % im Juli
94,63 % im August
93,68 % im September
92,52 % im Oktober
90,45 % im November
auf 90,65 % im Dezember.[117])

Oder die Rendite stieg

von 7,75 % im Januar
7,15 % im Februar
7,24 % im März
7,27 % im April
7,32 % im Mai
7,38 % im Juni
7,46 % im Juli
7,53 % im August
7,60 % im September
7,69 % im Oktober
7,88 % im November
auf 7,86 % im Dezember.[118])

Bei der allgemein vorherrschenden Einengung des Kapitalmarktes verlor die fünfprozentige Reichsanleihe bis August 1927 fast als einziges Papier 10 Prozent seines Begebungswertes.[119]) Bis dahin war die durchschnittlich-monatliche Rendite von 5,70% im April, 5,89% im Mai, 5,83% im Juni auf 5,99% im Juli gestiegen. Infolge ihrer zinsmäßigen Unhaltbarkeit erfolgte bald eine Nominalzinsfußheraufsetzung auf 6 Prozent, wobei die durchschnittliche Realverzinsung im September von 6,15%, Oktober 6,15%, November 6,16%, im Dezember auf 6,16% kam.[120])

---

[113]) Geschäftsbericht der Reichskreditgesellschaft 1928, S. 38.
[114]) Wirtschaftskurve 1927, Frankfurt S. 394.
[115]) Vergl. S. 21.
[116]) Wirtschaftskurve 1927, S. 39. — Frankfurter Zeitung Nr. 54 vom 21. 1. 27. Nr. 76 v. 29. 1. 27, Nr. 95 v. 5. 2. 27, Nr. 66 v. 25. 1. 27. — Deutsche Bergwerkszeitung, Nr. 4 v. 5. 1. 28.
[117]) Wirtschaft und Statistik 1928, S 105.
[118]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1928, S. 440.
[119]) Deutsche Bergwerkszeitung, Nr. 190 v. 16. 8. 1927.
[120]) Geschäftsbericht der Reichskreditgesellschaft 1928, S. 11.

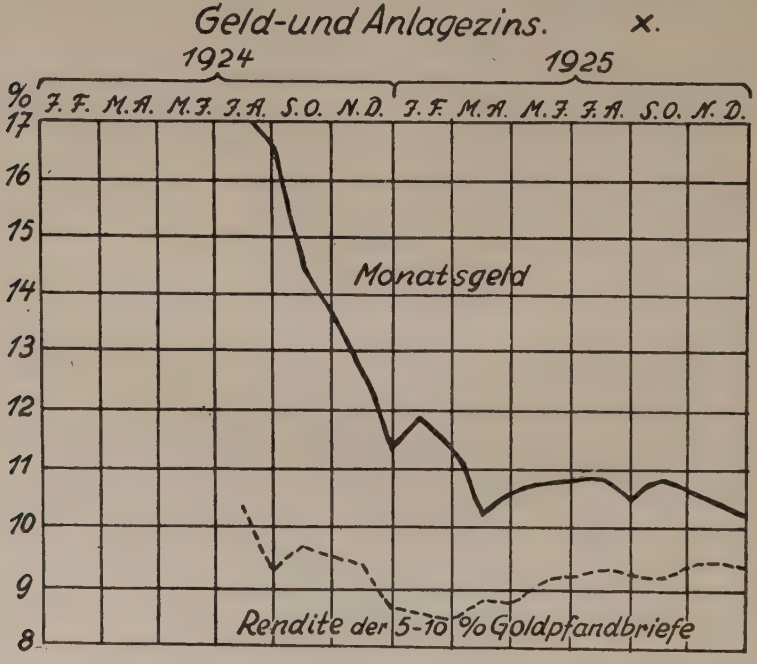
Die Höhe dieser Rendite stand in keinem Verhältnis zu der der Goldpfandbriefe, noch viel weniger zum Realhypothekenzinsfuß. Die Entwicklung dieser Rendite entspricht einer Kursbewegung von nominell 2 bis 3 Prozent, also einer Kurserhöhung von 84 auf 87 Prozent. Die Hauptgründe eines derartig starken Kursrückganges der 5%igen Reichsanleihe waren neben den allgemeinen Kapitalverhältnissen hauptsächlich die Begebungsart und -höhe. Die Vorgänge der Nominalzinsfußänderungen sind vornehmlich Aufgabengebiete der Hypothekenbanken resp. Eigentümlichkeiten des Pfandbriefmarktes; denn die Emissionen folgen hier am raschesten aufeinander und die Hypothekenbanken werden durch die Kursschwankungen am intensivsten berührt. Infolgedessen hat der Staatspapierzinsfuß dem Zinsfuß für Pfandbriefe zu folgen und nicht umgekehrt. Wenn auch einige 5%ige Hypothekenbankpfandbriefe zwischen 93½—97½% im Kurse standen, so war doch hierbei zu berücksichtigen, daß es sich durchschnittlich um geringe Emissionssummmen handelte, nämlich vornehmlich solche, die Ende 1923 Anfang 1924 den Kapitalmarkt aufsuchten.[121])

[121]) Deutsche Bergwerkszeitung, Nr. 257 v. 2. 11. 1927.

Schluß.

Die Fluktuationen des Geld- und Kapitalmarktes und die Reagibilität auf die Geld- und Kapitalzinssätze.

Der Geld- und Kapitalmarkt zeigte im Jahre 1924 auf allen Gebieten die Wirkungen der erst überwundenen Periode der Inflation. Die Zinssätze geben ein genaues Bild, wie sich die wirtschaftliche Depression erst langsam vollständig auswirkte. Die Realverzinsung der Pfandbriefe ist im ersten halben Jahr durch eine scharfe Erhöhung, im zweiten Halbjahr durch eine allmähliche Senkung gekennzeichnet. Diese Bewegung wurde sehr durch die Entwicklung der Geldmarktlage beeinflußt.[1]) Die starke und oft schnelle Anpassung an die Sätze und Bewegungen des Geldmarktes ist eine Erscheinung, die sich vor dem Kriege lange nicht in dem Maße gezeigt hatte. Es scheint dies eine Folge der durch die Inflation eingetretenen Kapitalarmut zu sein. Die Gelder des Marktes suchten die günstigste Anlage und griffen dabei oftmals nach Pfandbriefen. So mußte sich der Kurs resp. die Rendite dem Geldmarkte anpassen.[2]) Dieser Einfluß machte sich auch in den



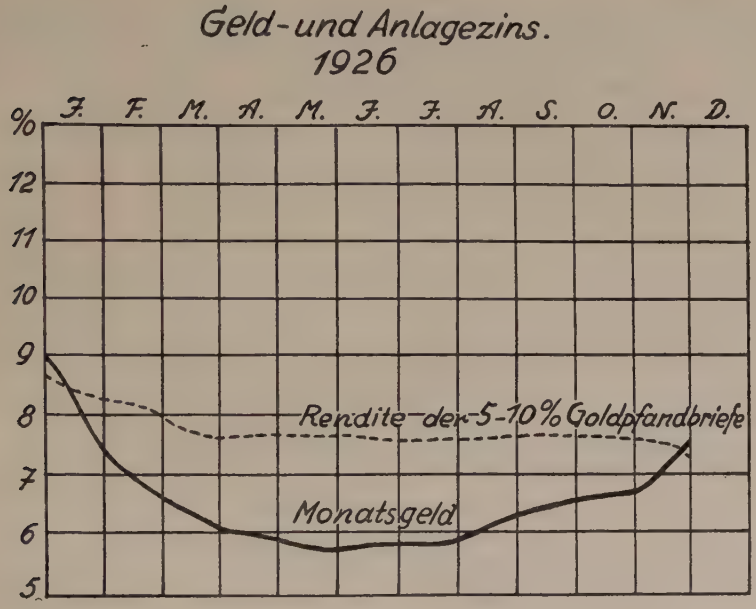
*) Die Diagramme ergeben sich auf Grund der Zahlen Tabelle II und der Monatsdurchschnittsrenditen der 5 bis 10 Prozent Goldpfandbriefe, Seite 35, 37, 38 und 40.

[1]) Wirtschaft und Statistik 1925, S. 105/6 und S. 276.

[2]) v. Bissing: Die Sachwertpfandbriefe und der Kapitalmarkt, Berlin 1926, S. 37.

folgenden Jahren noch bemerkbar. Die Grenze zwischen Geld- und Kapitalmarkt hatte sich gegen die früheren Zeiten viel unbestimmter gestaltet. Für das Jahr 1925 ist charakteristisch, daß der Rückgang der Zinssätze, wenn nicht zum Stehen kommt, so doch sehr langsam sich fortsetzt, und daß das Anfang 1925 erreichte Niveau mit gewissen Schwankungen fast durch das ganze Jahr hindurch gehalten wird.

Wenn wir die Gesamtlage des Geld- und Kapitalmarktes 1924/25 überblicken, so treten drei Vorgänge besonders kraß in Erscheinung: Die Ermäßigung der Zinssätze am Geldmarkt, die Kommunikation zwischen der Rendite der Goldpfandbriefe und der Geldmarktsätze, die starke Divergenz dieser Sätze mit dem des Realhypothekenzinsfußes. Der Rückgang der Geldsätze ist in erster Linie die Folge der großen Reinigungskrisis, durch die die deutsche Wirtschaft Ende 1925 hindurchgegangen ist. In vergrößerten Dimensionen wiederholen sich die Vorgänge aus dem Frühjahr 1924. Zu den aus Krieg und Inflation stammenden Krisenkeimen sind inzwischen diejenigen hinzugekommen, die aus falschen Dispositionen der Jahre 1924/25 herrühren. Im Jahre 1926 läßt die Bewegung der Zinssätze die Wiederherstellung normaler Beziehung zwischen Geld- und Anlagemarkt erkennen. Von Bedeutung ist, daß die Rendite der Goldpfandbriefe über die Zinssätze des Geldmarktes hinausgeht.[3])



Der Realzins eines Hypothekdarlehens beträgt Ende des Jahres etwa 9,20%. Die Rendite der Pfandbriefe 8%, Monatsgeld 6,13%. Während die Depression des Jahres 1924 von einem hohen nur wenig veränderten Zinsstand und allgemeiner Geldknappheit begleitet gewesen war, setzt Anfang 1926 eine durchgreifende Verflüssigung des Geldmarktes und eine Senkung der Zinssätze ein. Mit dem Uebergang der akuten Krisis zur Depression werden Anomalien im Verhältnis des Geld- und Anlagemarktes beseitigt.[4]) Jeder Hochschwung und jede Krisis führt bekannt-

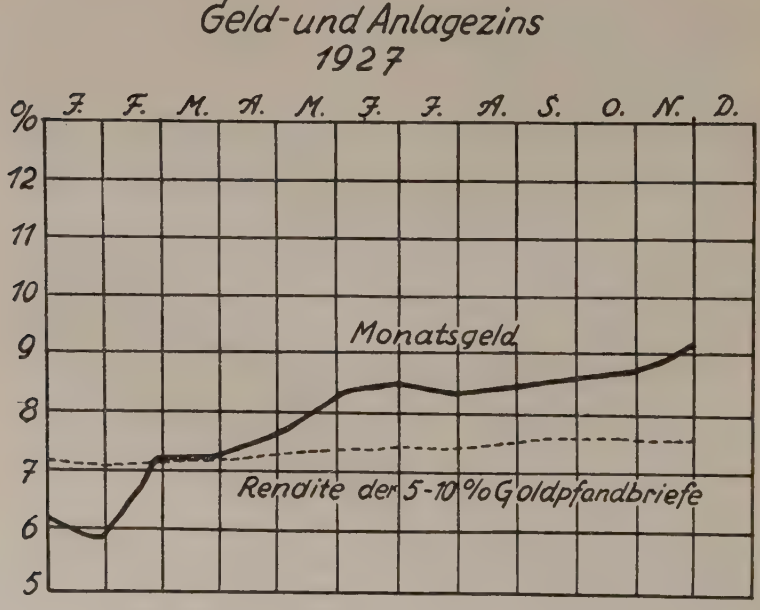
[3]) Vergleiche obiges Diagramm.

[4]) Vierteljahrshefte des Institutes für Konjunkturforschung, Berlin 1927, 1. Heft, S. 7, 12 ff.

lich dazu, daß zur Erweiterung von Produktionsanlagen kurzfristige Gelder in Anspruch genommen werden. Die Depression korrigiert diese Anomalien in der Regel, indem der Kapitalzins über die Zinssätze des Geldmarktes hinausgeht, hinter denen er während Hochschwung und Krisis zurückbleibt. So sucht das in der Krisis durch Kursverluste und Zusammenbrüche erschreckte Anlagekapital unter dem Anreiz der Rendite den Markt für festverzinsliche Papiere auf. Jenen Wechsel der Zinsdifferenzen zeigt nachfolgende Zusammenstellung:

%	Monatsgeld	Rendite der Goldpfandbriefe	Differenz der letzteren zu ersteren
Januar 1925 .	11,28	8,76	— 2,52
Januar 1926	8,99	8,83	— 0,16
Oktober 1926 . . .	6,34	7,52	+ 1,18

1927 zeigt der Geld- und Kapitalmarkt ein vollkommen anderes Aussehen. Seit Februar-März beginnen die Zinssätze am Geldmarkte zu steigen. Dieser Aufstieg wurde durch den im Oktober 1926 einsetzenden Aufschwung eingeleitet, um im Juni 1927 in die Hochspannung überzugehen. Der Aufstieg ist kaum unterbrochen. Die den Geldmarkt hemmenden Impoderabilien zeigten sich in gleichem



Maße auf dem Kapitalmarkt. Während des Aufschwungs herrschte eine Effektenhausse, die allmählich gegen Ende zu einer Abwärtsbewegung umschwang, um in der Hochspannung durch weiteres Sinken der Kurse ihren Ausdruck zu finden. Je mehr im Jahre 1927 der Aufschwung und damit der Geldbedarf zunahm, wurden die Wertpapiere, in welche die infolge der wirtschaftlichen Depression 1926

frei gesetzten Gelder Anlage gefunden hatten, wieder abgestoßen. Die Rendite sank zwar noch auf 7,33%. Diese Erscheinung ist aber nur der im ersten Viertel des Jahres 1927 eingetretenen Kurssteigerung zu verdanken,[5])

Die Rendite der Goldpfandbriefe entwickelte sich in besonders engem Zusammenhang mit der jeweiligen allgemeinen Geldmarktlage. „Je mehr die Zinssätze am offenen Geldmarkt sich erhöhten, desto mehr paßte sich die Rendite der Pfandbriefe dem erhöhten Zinsniveau an.“[6]) Die Begleiterscheinung steigender Realpfandbriefzinssätze ist natürlich auch ein gleichzeitiges Steigen des Realhypothekenzinsfußes gewesen.[7])

Anhang.

Auslandsanleihen und Reichbankdiskont 1925—1927.[8])

Tabelle 1

Monate	1925		1926		1927	
	Betrag in Millionen RM	Diskont in %	Betrag in Millionen RM	Diskont in %	Betrag in Millionen RM	Diskont in %
Januar	134,40	10,00	168,75	8,35	15,92	5,32
Februar	84,00	9,89	131,58	8,00	30,20	5,00
März	—	9,00	45,34	7,84	41,43	5,00
April	1,01	9,00	78,26	7,00	4,50	5,00
Mai	—	9,00	137,59	7,00	50,90	5,00
Juni	5,44	9,00	241,75	6,50	33,18	5,67
Juli	110,27	9,00	129,20	6,08	388,61	6,00
August	37,79	9,00	34,35	6,00	111,41	6,00
September	220,50	9,00	187,76	6,00	169,83	6,00
Oktober	103,53	9,00	61,00	6,00	477,85	6,90
November	245,22	9,00	224,44	6,00	87,70	7,00
Dezember	324,55	9,00	138,74	6,00	0,20	7,00
Insgesamt	1 266,71	9,15	1 578,76	6,74	1 411,73	5,82

[6]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 35.

[7]) Deutsche Bergwerkszeitung, Nr. 190 vom 16. 8. 1927.

[5]) Frankfurter Zeitung, Nr. 54 vom 21. 1. 1928.

[8]) Im Jahre 1924 wurden Anleihen im Betrage von 1002 Millionen aufgenommen, wovon 960 Millionen auf die Dawes-Anleihe entfielen.

Die Reichsbank, Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. (V. Unterausschuß, Berlin 1929, S. 75.)

Zinssätze des Geldmarktes in Berlin 1924—1927.

(Monatsdurchschnitt)

Tabelle 2

1924	Reichsbank-diskont	tägliches Geld	Privat-diskont	Monats-geld
Januar	10%	87.64	—	28.25%
Februar	10	34.94	—	22,58
März	10	33,09	—	30,00
April	10	45,49	—	44,45
Mai	10	27,82	—	44,31
Juni	10	22 60	—	32,59
Juli	10	16,83	—	22.92
August	10	17,13	—	18,81
September	10	14,97	—	16.78
Oktober	10	14.09	—	14,42
November	10	13 03	—	13,81
Dezember	10	11,11	—	12,61
1925				
Januar	10	9,99	—	11,28
Februar	9,8	10.57	—	11,92
März	9	8,97	8%	11,26
April	9	8.49	8.01	10,13
Mai	9	8,78	8.01	10,48
Juni	9	8,79	7,83	10,68
Juli	9	9,46	7,88	10,87
August	9	9,00	7,75	10.84
September	9	8,85	7,27	10.59
Oktober	9	9,41	7,14	10.82
November	9	8,49	6,78	10,65
Dezember	9	8,20	6,75	10,29
1926				
Januar	8,35	7,13	6,27	8,99
Februar	8,00	6,04	5.46	7,43
März	7,84	5,70	5,00	6,78
April	7,00	4,64	4,86	6,01
Mai	7,00	4.80	4,69	5,93
Juni	6,60	4,81	4,52	5,77
Juli	6,08	5,00	4.53	5,80
August	6,00	4,96	4,61	5,88
September	6.00	5,11	4,88	6,23
Oktober	6,00	5,00	4,84	6,34
November	6.00	4,77	4,63	6.41
Dezember	6,00	6,03	4.73	7,39
1927				
Januar	5,32	4,33	4,20	6,27
Februar	5,00	5.41	4.23	5.92
März	5,00	5,11	4,59	7,28
April	5.00	5,84	4,62	7.07
Mai	5,00	6,31	4,90	7,63
Juni	5,67	6,04	5,39	8,24
Juli	6,00	7,16	5.90	8.45
August	6,00	5.74	5,83	8,22
September	6,00	6,07	5.90	8,28
Oktober	6.90	7,32	6,69	8,67
November	7,00	6,05	6,76	8,80
Dezember	7,00	7,26	6,87	9,05

Statistisches Jahrbuch 1927 S. 173; 1928 S. 169.

Spartätigkeit.[1])

Tabelle 3

	Einlagebestand (am Ende des Zeitabschnittes)				Monatlicher Zuwachs			
	Summe		pro Kopf		Summe		pro Kopf	
	Spar-Guthaben in Mill. M	Giro-Guthaben bzw. RM	Spar-Guthaben in M	Giro-Guthaben bzw. RM	Spar-Guthaben in Mill. M	Giro-Guthaben bzw. RM	Spar-Guthaben in M	Giro-Guthaben bzw. RM
1913 [2])	19 689		291,38		84,2		1,25	
1925 [3])	1629,1	875,0	26,0	14,0	85,1	18,3	1,4	0,3
1926	3090,8	1119,4	49,0	17,7	121,8	20,4	1,9	0,3
1927	4665,4	1148,3	73,5	18,1	131,2	2,4	2,0	0,03

Die Ausgabe von festverzinslichen Wertpapieren im Deutschen Reich und die Aufnahme von Auslandsanleihen in den Jahren 1925/27[4])

Tabelle 4

	1925			1926			1927		
	in Millionen RM		in %	in Millionen RM		in %	in Millionen RM		in %
Inland									
Oeffentl.-rechtliche Körperschaften . .	15		1,51	654		19,04	698		24,46
Gem. Körperschaften und Unternehmungen	22		2,21	366 [5])		10,65	16		0,56
Kommunal-Obligationen	38	75	3,82	465	1485	13,53	349	1063	12,23
Private Unternehmungen	79		7,95	322		9,38	194		6,80
Pfandbriefe . . .	840	919	84,51	1628	1950	47,40	1597	1791	55,95
Insgesamt . . .		994	100,00			100,00		2854	100,00

[1]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 112.

[2]) Früheres Reichsgebiet.

[3]) Heutiges Reichsgebiet ohne Saargebiet.

[4]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1928, 47. Jahrgang, 1928 S. 433.

[5]) Einschließlich 150 Millionen RM. Zertifikate der Reichsbahn (Juni) und 150 Millionen RM. Reichspostanleihe (April und August).

Die Ausgabe von festverzinslichen Wertpapieren im Deutschen Reich und die Aufnahme von Auslandsanleihen in den Jahren 1925/1927[1])

Tabelle 4a

	1925			1926			1927		
	in Millionen RM		in %	in Millionen RM		in %	in Millionen RM		in %
Ausland									
Oeffentl.-rechtliche Körperschaften . .	379,47		29,96	327,12		20,72	253,64		17,97
Oeffentl. Unternehmungen	259,50		20,48	333,70		21,14	78,12		5,53
Kommunal-Obligationen	15.12	654,09	1,19	128.06	788,88	8,11	— —	331,76	— —
Privatunternehmungen und Banken .	491,13		38,78	659,16		41,75	550,58		39,00
Pfandbriefe . . .	105.00	596,13	8,29	66,80	725,96	4,23	515,33	1065,91	36,51
Kirche	16,49	16 49	1,30	63,92	63,92	4,05	14,06	14,06	0,99
Insgesamt		1266,71	100.00		1578,76	100,00		1411,73	100,00

Die Vermehrung des Nominalkapitals der deutschen Aktiengesellschaften seit 1924.

Von dem Zuwachs an Nominalkapital durch Neugründungen und Kapitalerhöhungen ist bei der Berechnung des tatsächlichen Kapitalbedarfs der A.-G. der Kurswert der für Sacheinlagen und Fusionen ausgegebenen Aktien in Abzug gebracht worden.[2])

Tabelle 5 In 1000 Reichsmark

Zeitraum	Gesellschaften Zahl	Gesellschaften Nominal-Kapital	Kapitalerhöhungen Nominal-Kapital	Nominal-Kapital-Zuwachs	Kurswert der gegen Barzahlung ausgegebenen Aktien tatsächl. Kapitalbedarf
1924	524	134 681	97 682	232 363	179 634
1925	315	203 355	1 145 690	1 349 045	661 654
1956	231	214 006	2 413 142	2 627 148	897 728
1927	360	350 451	1 649633	2 000 048	1 368 665

[1]) Statistisches Jahrbuch f. d. Deutsche Reich 1928, 47. Jahrgang, 1928 S. 433.

[2]) Wirtschaft und Statistik, 1925—28.

Aktiengesellschaften in Deutschland.[1])

Tabelle 6

Jahr	Zahl	Kapital in Mill. Mark
1886/87	2 143	4 876,06
1891/92	3 124	5 771,10
1896	3 712	6 845,76
1902	5 186	11 968,33
1906	5 060	14 848,61
1909	5 222	14 722,84
1913	5 486	17 357,—
1913	5 139	16 527,20[2])
1920	5 657	29 026,80[2])
1925	13 010	19 121,—[3])
1926	12 343	20 655,—[3])
1927	11 966	21 542,—[3])

[1]) Eisfeld, Artikel „Aktiengesellschaften (Statistik)" (Handwörterbuch der Staatsw., 4. Aufl., Bd. 1, Jena 1923) S. 149. Statistiches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 45. Jahrg. Berlin 1926, S. 353. Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 46. Jahrg. Berlin 1927, S. 395. Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 47. Jahrg. Berlin 1928, S. 433.

[2]) Heutiges Reichsgebiet.

[3]) Hinzu kommen für 1925 1968, 1926 1228, 1927 437 Gesellschaften, die ihr Grundkapital noch nicht von „Mark" auf „RM." umgestellt hatten, sowie für die gleichen Jahre 193 bzw. 186 bzw. 178 Gesellschaften mit einem Gesellschaftskapital lautend auf frz. Frcs.

Die Dividendenausschüttung 1925/26 in Prozent der Gesellschaften und des Aktienkapitals [1])

Tabelle 7

Gewerbegruppen	Keine Dividende		Eine Dividende					
			bis 5%		über 5—10%		über 10%	
	An-zahl	Akt.-Kap.	An-zahl	Akt.-Kap.	An-zahl	Akt. Kap.	An-zahl	Akt.-Kap.
Industrie der Grundstoffe	49,47	49,33	11,84	16,64	31,05	28,01	7,64	6,02
davon:								
Bergbau u. m. Bergbau verb. Betriebe	52,50	48.75	11,67	20,65	28,33	24,74	7,50	5,86
Eisen- und Metallgewerbe und hiermit verb. Werke . . .	73,49	76,94	10,84	8,45	14,46	12,75	1,21	1,86
Verarb. Industrie . .	49,86	34,11	13,21	12,18	29,41	47,91	7,52	5,80
davon:								
Maschinen-, Apparate- u. Fahrzeugbau	67,14	64,82	12,57	10,91	16,86	20,53	3,43	3,74
Elektrotechn. Industrie, Feinmechanik und Optik . . .	43,47	14,42	18,85	9,78	33,33	73,47	4,35	2,33
Farben und Düngemittel und verb. Betriebe der chem. Industrie	59,26	11,63	14,82	2,47	22,22	85,79	3,70	0,11
Textilindustrie . . .	43,89	35,73	13,21	12,24	29,37	35,62	13,53	16,41
Handel	64,32	52,49	9,39	8,60	21,13	31,32	5,16	7,59
davon:								
Warenhandel . . .	62,50	41,50	5,68	3,58	26,14	46 13	5.68	8.79
Banken usw. . . .	23.43	10,98	13,14	4,85	60,00	82,88	3,43	1,29
Beteiligungsgesellschaften	54,39	52,18	17,54	30,40	26,32	17,09	1,75	0,33
Versicherungswesen .	34,24	24.45	7,61	8,11	47,83	57,69	10.32	9,75
Verkehrswesen . . .	52,22	41,50	26,99	17,05	18,58	37,77	2,21	3,68
davon:								
Bahnen	45,51	27,03	33.97	21,73	18,59	46,28	1,93	4,96
Sonstige Gruppen .	66,67	60,80	13,73	14,15	15,68	20.70	3,92	4,35
Insgesamt	49,19	38,54	13,55	14,06	30,57	42,33	6,69	5,07

[1]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 225.

Die Dividendenausschüttung 1926/27 in % der Gesellschaften und des Aktienkapitals.[1])

Tabelle 8

Gewerbegruppen	Keine Dividende		Eine Dividende bis 5%		über 5—10%		über 10%	
	An-zahl	Akt. Kap.	An-zahl	Akt. Kap.	An-zahl	Akt. Kap.	An-zahl	Akt. Kap.
Industrie der Grundstoffe	43 68	32,19	11,54	18,81	35,71	40,43	9,07	8,57
davon:								
Bergbau u. m. Bergbau verb. Betriebe	40,54	23,13	10,81	23,06	41,44	45,48	7,21	8,33
Eisen- und Metallgewerbe und hiermit verb. Werke . . .	68,29	70.70	10,89	7,27	20,73	22,03	— —	— —
Verarb. Industrie .	46,19	29,91	13,63	13,49	32,03	48,58	8.15	8,02
davon:								
Maschinen-, Apparate- u. Fahrzeugbau	60,17	54,56	13,95	13,95	22,97	28.69	2.91	3,10
Elektrotechn. Industrie, Feinmechanik und Optik . . .	40,91	17,44	12,12	6,31	40,91	73,54	6,06	2,71
Farben- und Düngemittel und verb. Betriebe der chem. Industrie	32,00	2,27	24.00	2,96	40,00	94.66	4,00	0.11
Textilindustrie . . .	44,88	35,21	15,85	16,45	27,39	33,29	11,88	15,05
Handel	59,15	47,95	11,74	12,84	23,94	32.33	5,17	6,88
davon:								
Warenhandel . . .	53,41	35,24	10,23	11,11	31,82	46,57	4,54	7,08
Banken usw. . . .	17,34	8,32	6,94	3,06	67,63	76,66	8,09	11,96
Beteiligungsgesellschaften	53,70	21,73	3,70	24,37	35,19	50,70	7,41	3,20
Versicherungswesen .	16,95	12,83	6,78	5,63	44,07	52,39	32,20	29.15
Verkehrswesen . . .	47,77	25,77	26,34	29,21	24,11	43,23	1,78	1,79
davon:								
Bahnen	50,00	28,85	29,49	38,19	18,59	30,50	1.92	2,46
Sonstige Gruppen .	57,58	41,27	11,11	11,36	26,26	30,23	5,05	17,14
Insgesamt	44,06	28,42	13,14	15,60	33,93	47,88	8,87	8,10

[1]) Wirtschaft und Statistik 1928, S. 225.

Im Ausland seit 1924 öffentlich aufgelegte deutsche Industrieanleihen.[1])

Tabelle 9

Industrie-Unternehmungen	Betrag in Millionen	Verzinsung	Laufzeit	Emissionskurs	Aufgelegt am	Aufgelegt in
Friedr. Krupp A.-G. I.	Doll. 10	7	15. 12. 24—29	99¼	29. 12. 24	New York, Holl.
Aug. Thyssen-Hütte Gewerkschaft . .	Doll. 12	7	1. 1. 25—30	98½	10. 1. 25	dto.
Allgem. Elektrizitätsgesellsch. (AEG) I	Doll. 10	7	15. 1. 25—30	93¾	26. 1. 25	New York
Siemens & Halske A.-G. und Siemens - Schuckertwerke G. m. b. H. I	Doll. 5	7	1. 1. 25—27	99	27. 1. 25	New York, Holl.
	Doll. 5	7	1. 1. 25—35	96½		
Altmärkische Bergwerks-A.-G. . . .	RM 1,25	8	1. 7. 25 bis 1. 1. 40	98	12. 8. 25	Holland
Gutehoffnungshütte I	Doll. 7,5	7	15. 10. 25—45	91	18. 11. 25	New York, Holl.
Deutsche Kalisyndikat I G. m. b. H.	£ 8	7	1. 11. 25—50	94½	8. 12. 25	London(Schweiz, Holl., Schweden)
Allgem. Elektrizitätsgesellsch. (AEG) II	Doll. 10	6½	1. 12. 25—40	94½	9. 12. 25	New York
Osram G. m. b. H. .	Doll. 5	7	1. 12. 25—50	93½	10. 12. 25	Holl., Schweden Schweiz
Ver. Industrieunternehmungen (Viag) I	Doll. 6	6	1. 12. 25—45	84½	18. 12. 25	Boston
Rhein-Elbe-Union . .	Doll. 25	7	1. 1. 26—46	94	26. 1. 26	New York, (Holl. Schwed. Schweiz)
Continental - Caoutchouc- und Gutta-Percha Comp. . .	RM 5,-	8	1. 4. 26—50	92	12. 4. 26	Amsterdam
Mansfeld A.-G. . . .	Doll. 3	7	1. 5. 26—41	93½	17. 5. 26	New York, (Holl.)
Ver. Stahlwerke A.-G. Serie A	Doll. 30	6½	1. 6. 26—51	96	26. 6. 26	New York
Ver. Stahlwerke A.-G. Serie B	RM 36,-	7	1. 7. 26—51	98	8. 7. 26	Holl., Schweden, Schweiz
Siemens & Halske A.-G. und Siemens-Schuckertwerke G. m. b. H. II . . .	Doll. 24	6½	1. 9. 26—51	99	24. 9. 26	New York, (Holl.)
Hugo Stinnes Industries, Incorp. .	Doll. 12,5	7	1. 10. 26—46	99½	3. 11. 26	New York
Ver. Industrieunternehmungen (Viag) II	Doll. 6	6½	1. 11. 26—41	97½	10. 12. 26	New York, Holl.
Mitteldeutsche Stahlwerke A.-G. . . .	RM 5,-	7	1. 1. 27—51	98½	12. 1. 27	Holl., Schweden, Schweiz
Eschweiler Bergw.-verein	hfl. 12	6	1. 3. 27—52	96	25. 2. 27	Amsterdam
Felten & Guilleaume	sfr. 10	5½	1. 5. 27—47	97	7. 5. 27	Schweiz
Gewerkschaft Carolus Magnus . . .	hfl. 10	6½	1. 6. 27—57	96½	24. 6. 27	Holland
Ver. Stahlwerke A.-G.	Doll. 30	6½	20 Jahre	98½	27. 7. 27	U. S. A., Holland Schweden
Gewerkschaft Victor Stickstoffwerke Rauxel	hfl. 8	6½	20 Jahre	96	18. 10. 27	Holland

[1]) R. Dalberg: Der industrielle Realkredit in Deutschland seit 1924. (Jahrbuch für Bodenkredit. Berlin 1928.) S. 187—190.

Effektivverzinsung einiger Kommunalobligationen während des Jahres 1926.[1])

Tabelle 10

Gattung	Nominal-Zinsfuß	Zinstermin	Rückzahlbar frühestens	Rückzahlbar spätestens	Rückzahlungskurs und Tilgungsmodalitäten	Mindesteffektivverzinsung Dezember
Deutsche Genossenschafts Hyp.-Bank Reihe I	10%	A./O.	1. 4. 30	1955	pari; Rückzahlung d. Kündigung od. Auslosung	8,39%
Preuß. Centralbodenkreditbank v. 1924	10%	(30.6. (31.12.	31. 12. 30 [1])	1941	pari; Rückzahlung d. Kündigung, Auslos. oder Ankauf	8,47%
Rhein.-Westf. Bodencreditbank Serie 2 von 1924	10%	(30. 6. (31. 12,	1. 11. 30 [1])	1941	pari; Rückzahlung d. Kündigung usw.	7,63%
Berliner Hypothekenbank Serie 1 von 1926	8%	A./O.	1. 4. 31 [1])		pari	7,70%
Deutsche Genossenschafts Hyp.-Bank Reihe 2	8%	J./J.	1. 7. 31	1956	pari; Rückzahlung d. Kündigung od. Auslosung	7,46%
Preuß. Centralbodencreditbank v. 1925	8%	J./J.	1. 11. 30 [1])	1955	pari; dto.	7,70%
Preuß. Pfandbriefbank Em. 17 . .	8%	J./J.	2. 1. 32 [1])	1965	pari; dto.	7,75%
Rhein.-Westf. Bodencreditbank Serie 4 von 1926	8%	A./O.	1. 10. 30 [1])	1958	pari; Rückzahlung d. Kündigung, Auslos. oder Ankauf	7.85%
Preuß. Centralbodencreditbank v. 1926	7%	J./J.	1. 11. 31 [1])	1952	pari; Rückzahlung d. Kündigung od. Auslosung	7,14%

[1]) Geschäftsbericht der Reichskreditgesellschaft AG. Berlin, 1926 Seite 11, 1927 Seite 17.

[2]) Eine Kündigung zu einem früheren als dem angegebenen Termin findet nicht statt; dagegen können Auslosungen auch vorher in dem Umfange erfolgen, in welchem Rückzahlungen seitens der Schuldner geleistet werden, so daß sich der Agioverlust möglicherweise für einen kleinen Teil der Gesamtserie vergrößern kann. Bisher haben Auslosungen unseres Wissens nicht stattgefunden.

Effektivverzinsung einiger Kommunalobligationen während des Jahres 1927.[1]

Tabelle 11.

Gattung	Nominalzinsfuß	Zinstermin	Rückzahlbar frühestens	Rückzahlbar spätestens	Rückzahlungskurs und Tilgungsmodalitäten	Mindesteffektivverzinsung Januar	Mindesteffektivverzinsung Dezember
Deutsche Genossenschafts Hyp.-Bank Reihe I	10%	A./O.	1. 4. 30	1955	pari; Rückzahlung d. Kündigung od. Auslosung	7 92%	8,32%
Preuß. Centralbodenkreditbank v. 1924	10%	(30. 6. (31. 12.	31. 12. 30 [2]	1941	pari; Rückzahlung d. Kündigung, Auslos. oder Ankauf	7,90%	9,13%
Rhein.-Westf. Bodencreditbank Serie 2 von 1924	10%	(30. 6. (31. 12.	1. 11. 30 [2]	1941	pari; dto.	7,62%	9.21% [3]
Berliner Hypothekenbank Serie 1 von 1926	8%	A./O.	1. 4. 31 [2][3]		pari	7,70%	
Deutsche Genossenschafts Hyp.-Bank Reihe 2	8%	J./J.	1. 7. 31	1956	pari; Rückzahlung d. Kündigung oder Auslosung	7,33%	8 09%
Preuß. Centralbodencreditbank v. 1925	8%	J./J.	1. 11. 30 [2]	1955	pari; dto.	7.20%	8,45%
Preuß. Pfandbriefbank Em. 17 . .	8%	J./J.	2. 1. 32 [2]	1965	pari; dto.	7 03%	8 46%
Rhein.-Westf. Bodencreditbank Serie 4 von 1926	8%	A./O.	1. 10. 30 [2]	1958	pari; Rückzahlung d. Kündigung, Auslos. oder Ankauf	7,70%	8,34%
Preuß. Centralbodencreditbank v. 1926	7%	J./J.	1. 11. 31 [2]	1952	pari; Rückzahlung d. Kündigung oder Auslosung	6,76%	8,01%

[1]) Geschäftsbericht der Reichskreditgesellschaft AG. Berlin, 1927, S. 17.

[2]) Eine Kündigung zu einem früheren als dem angegebenen Termin findet nicht statt; dagegen können Auslosungen auch vorher in dem Umfange erfolgen, in welchem Rückzahlungen seitens der Schuldner geleistet werden, so daß sich der Agioverlust möglicherweise für einen kleinen Teil der Gesamtserie vergrößern kann. Bisher haben Auslosungen unseres Wissens nicht stattgefunden.

[3]) Die Anleihe- bzw. Pfandbrief-Tilgung erfolgt nur nach Maßgabe der zurückgezahlten Darlehen; der späteste Rückzahlungstermin ist also nicht feststellbar. Deshalb muß auch, sofern die Anleihe unter den Rückzahlungswert notiert, die Berechnung des Agiogewinns und der Gesamteffektivverzinsung unterbleiben.

Hypothekendarlehen und Hypotheken-Aktien-Banken.[1])

Tabelle 11

Hypotheken:[2])[3])	1923	1924	1925	1926	1927
	in Millionen RM				
a) auf städt. Grundstücke[4])	54,4	185,5	454,5	1241,1	2054,3
b) auf landw. Grundstücke[4])	41,0	168 8	278,2	537,4	643,1
c) Aufwertungshypotheken	—	—	—	162,3	1116,3
Hypotheken insges.	95,4	354,3	732,7	1940,8	3813,7

Roggenpreise je Zentner in Goldmark.[5])

Tabelle 12

1924	Berlin	1925	Berlin
Januar	7,20	Januar	11,55
Februar	6,45	Februar	12,37
März	6,75	März	12,40
April	6,83	April	11,55
Mai	6,65	Mai	10,85
Juni	6,37	Juni	10,90
Juli	6,78	Juli	10,62
August	7,24	August	9,00
September	9,22	September	8,13
Oktober	11,55	Oktober	7,44
November	10,50	November	7,27
Dezember	10,45	Dezember	7,57
1926		**1927**	
Januar	7,51	Januar	12,26
Februar	7,35	Februar	12,44
März	7,77	März	12,41
April	8,76	April	12,81
Mai	8,89	Mai	13,68
Juni	9,27	Juni	13,80
Juli	9,87	Juli	12,66
August	9,80	August	11,23
September	10 56	September	12,23
Oktober	11,04	Oktober	12,08
November	11,38	November	11,94
Dezember	11,70	Dezember	11,80

[1]) Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich, 47. Jahrg., 1928, S. 430.
[2]) Einschließlich Grundrentendarlehen.
[3]) Die auf Roggen oder Kohle lautenden Darlehen sind in Reichsmark umgerechnet.
[4]) Ohne Aufwertungshypotheken.
[5]) Statistisches Jahrbuch 1924—28.

Tabelle 14 **Goldmarkeröffnungsbilanzen[1]) von 3**

	Vermögens-werte	Schulden	Vermögens-überschuß
	RM	RM	RM
1. Bayerische Bodencredit-Anstalt, Würzburg . .	851 632	26 632	825 000
2. Bayerische Handelsbank, München	6 061 216	1 961 216	4 100 000
3. Bayer. Hypoth.- u. Wechsel-Bank, München	61 954 269	25 935 268	36 019 000
Roggen	—	—	—
4. Bayerische Vereinsbank, München	47 884 596	27 334 596	20 550 000
	—	—	—
5. Berliner Hypothekenbank, Aktiengesellschaft	1 759 834	656 031	1 103 803
Feingold	—	—	—
Roggen	—	—	—
6. Braunschweig-Hannoversche Hypothekenbank	2 171 802	105 462	2 066 339
Roggen	—	—	—
7. Deutsche Genossensch.-Hypothekenbank, Berlin	5 073 684	73 684	5 000 000
8. Deutsche Grundcreditbank, Gotha	4 634 286	129 286	4 505 000
	—	—	—
9. Deutsche Hypothekenbank, AG., Berlin. . . .	1 795 643	30 643	1 765 000
10. Deutsche Hypothekenbank in Meiningen . .	27 434 166	14 234 166	13 200 000
11. Frankfurter Hypothekenbank	7 060 661	75 661	6 985 000
	—	—	—
12. Frankfurter Hypothekenbank	14 474 293	7 874 293	6 600 000
13. Hannoversche Bodenkredit-Bank, Hildesheim	1 750 072	72	1 750 000
14. Hypothekenbank in Hamburg	7 046 885	210 485	6 836 400
	—	—	—
15. Landw. Pfandbriefbank (Roggenrentenbank)			
AG., Berlin	37 771 911	33 371 911	4 400 000
Roggen	—	—	—
16. Leipziger Hypothekenbank	7 546 997	4 796 997	2 750 000
17. Mecklenb. Hypoth.- u. Wechselbank, Schwerin	174 819	222	174 597
18. Mecklenb.-Strel. Hypothekenbank, Neustrelitz	1 104 509	554 509	550 000
19. Mitteld. Bodenkredit-Anstalt, Greiz u. Berlin	298 126	6 768	291 357
20. Norddeutsche Grund-Credit-Bank, Weimar . .	5 811 229	3 061 229	2 750 000
21. Pfälzische Hypothekenbank, Ludwigshafen .	6 525 354	40 354	6 485 000
	—	—	—
22. Preuß. Boden-Credit-Actien-Bank, Berlin . .	22 113 804	11 113 804	11 000 000
23. Preuß. Central-Bodenkredit-AG., Berlin . . .	26 871 812	14 216 703	12 655 108
Roggen	—	—	—
24. Preuß. Hypotheken-Actien-Bank, Berlin . . .	3 698 838	62 061	3 636 777
Reichsmark	—	—	—
25. Preußische Pfandbrief-Bank, Berlin	4 764 503	104 503	4 660 000
26. Rheinische Hypotheken-Bank, Mannheim . .	9 028 099	46 903	8 981 196
	—	—	—
27. Rhein.-Westf. Boden-Credit-Bank, Cöln . . .	4 232 649	715 860	3 516 789
Roggen	—	—	—
28. Sächsische Bodencreditanstalt, Dresden . . .	6 437 693	4 670 235	1 767 458
29. Schlesische Boden-Credit-Aktien-Bank, Breslau	13 807 605	7 207 605	6 600 000
30. Süddeutsche Bodencreditbank, München . .	3 678 251	48 171	3 630 080
	—	—	—
31. Vereinsbank in Nürnberg	1 795 562	15 562	1 780 000
32. Westdeutsche Bodenkreditanstalt, Köln . . .	8 563 029	5 263 029	3 300 000
33. Württembergische Hypothekenbank, Stuttgart	3 258 441	8 441	3 250 000
34. Süddeutsche Festwertbank, Stuttgart	—	—	—
zusammen	357 436 270	164 102 362	193 333 904
davon Roggen			

[1]) Jahrb. für Bodenkredit, Berlin 1928, S. 504/5.

Privataktien-Hypothekenbanken per 1. Januar 1924.

Aktienkapital a) = Vorzugsaktien	Reserven	Pensions- u. Unterstützungsfonds-	Hypothekendarlehen		Kommunaldarlehen
			Gesamt	Registerdeckung	
RM	RM	RM	GM	GM	GM
750 000	75 000	25 000	—	—	—
3 250 000	750 000	100 000	1 914 750	1 914 750	—
30 000 000	6 000 000	—	—	—	—
a) 19 000	—	—	1 040 399	1 040 399	—
12 000 000	6 500 000	1 000 000	1 596 193	1 596 193	—
a) 1 050 000	—	—	—	—	—
1 000 000	103 803	—	513 230	—	—
—	—	—	423 243	423 243	—
—	—	—	—	—	—
1 575 000	486 339	—	—	—	—
a) 5 000	—	—	—	—	—
1 250 000 [1]	—	—	—	—	94 900
3 750 000	—	—	73 519	—	—
a) 5 000	700 000	50 000	1 075 467	70 000	—
1 500 000	250 000	15 000	—	—	—
12 000 000	1 200 000	—	15 993 760	6 400 000	7 471 062
5 280 000	1 500 000	200 000	—	—	—
a) 5 000	—	—	—	—	—
6 000 000	600 000	—	4 702 351	3 060 000	4 491 900
1 500 000	250 000	—	1 054 496	—	—
5 120 000	1 536 000	175 000	1 870 806	9 111	—
a) 5 400	—	—	—	—	—
4 000 000	—	—	32 804 375	32 804 375	—
a) 400 000	—	—	1 964 630	1 100 000	—
2 500 000	250 000	—	12 815	—	3 585 150
170 000	4 597	—	—	—	—
500 000	50 000	—	33 772	—	—
250 000	39 870	1 487	9 918	—	—
2 500 000	250 000	—	2 313 797	600 000	2 357 550
5 100 000	1 300 000	80 000	—	—	—
a) 5 000	—	—	—	—	—
10 000 000	1 000 000	—	7 260 004	4 200 000	6 500 700
9 000 000	3 541 000	109 108	4 795 400	4 795 400	1 445 500
a) 5 000	—	—	5 873 558	5 873 558	1 598 335
3 373 280	222 172	41 325	120 000	—	—
—	—	—	—	—	—
4 000 000	600 000	60 000	165 575	—	—
6 000 000	2 888 678	87 518	3 028	—	32 000
a) 5 000	—	—	—	—	—
3 000 000	478 000	38 789	120 280	120 280	500 000
—	—	—	—	—	82 500
1 500 000	242 458	25 000	5 454 048	4 598 200	—
6 000 000	600 000	—	3 888 104	2 200 000	4 804 157
3 400 000	125 080	100 000	22 728	—	—
a) 5 000	—	—	—	—	—
1 400 000	280 000	100 000	—	—	2 444 040
3 000 000	300 000	—	3 686 048	2 700 000	—
3 000 000	200 000	50 000	10 076	—	5 378 177
240 000	9 000	—	—	—	—
153 908 280	32 331 997	2 258 227	98 796 370	73 515 509	40 785 971
) 1 504 000			39 718 332	39 718 332	1 777 535

[1]) Außerdem 3 750 000 RM. noch nicht eingezahlt.

Literaturverzeichnis.

Albert, H.: Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895—1908. Leipzig 1910.

Bath, Karl: Studien über den Zinsfuß, Dissertation Tübingen 1912.

v. Beckerath, H.: Der Kapitalmarkt und Geldmarkt. Jena 1916.

Bendixen, F.: Geld und Kapital. Jena 1920.

Bernhard, Georg: Der Verkehr in Wertpapieren. Berlin 1899.

Bichmann, H.: Der Zinsfuß seit 1895. Stuttgart 1912.

v. Bissing, M.: Die Sachwertpfandbriefe und der Kapitalmarkt. Berlin 1926.

Bozi & Sartorius: Die deutsche Wirtschaft. Berlin 1924.

Cassel, Gustav: Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1927.

Cassel, Gustav: Grundgedanken der theoretischen Oekonomie. Leipzig 1926.

Cassel, Gustav: Das Geldwesen nach 1914. Leipzig 1927.

Eberstadt, Rud.: Der deutsche Kapitalmarkt. Leipzig 10.

Egen, Fritz: Betrachtungen zur Frage Diskonterhöhung oder Kreditstriktion. Dissertation Erlangen 1927.

Georgs, Karl: Beiträge zu einer Untersuchung des Einflußes der Effektenspekulation auf den Geld- und Kapitalmarkt. Dissertation Halle 1912.

Grunow, Erich: Studien zur Diskontpolitik der Zentralnotenbanken. Dissertation Erlangen 1913.

Hahn, Albert: Artikel: Kredit (Handw.-Buch der Staatswissenschaften, IV. Aufl. Jena 1924.)

Hahn, Albert: Volkwirtschaftliche Theorie des Bankkredits. Tübingen 1924.

Hahn, Albert: Unsere Währungslage im Lichte der Geldtheorie. Frankfurt 1924.

Halm, Georg: Studien zur Theorie des Kapital- und Geldmarktes. Dissertation München 25.

Hartmannsgruber, Franz: Die Kreditrestriktion der Reichsbank und der Einfluß auf die deutsche Volkswirtschaft. Dissertation Erlangen 1926.

Homburger, Paul: Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870 bis 1903. Frankfurt 1905.

Jahrbuch für Bodenkredit, herausgegeben von Fritz Schulte. Berlin 1928.

Kahn, Julius: Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1895. Dissertation Berlin 1902.

Kaufmann, Eugen: Das französische Bankwesen. Tübingen 1911.

Koch, Heinrich: Der Einfluß der Diskontpolitik auf den Warenwert des Geldes. Leipzig 1927.

Lansburgh, Alfr.: Der internationale Kapitalmarkt im Kriege und nach dem Kriege.

Lexis, W.: Allgemeine Volkswirtschaftslehre. Leipzig 1913.

Lexis, W.: Das Kredit- und Bankwesen. Berlin 1920.

Lotz, W.: Diskonto und Diskontopolitik (Handw.-Buch d. Staatsw. 4. Auflage. Jena 1924.)

Ludwig, Hans: Geldmarkt und Hypothekenbankobligationen. München 1915.

Luther, Hans: Von Deutschlands eigener Kraft. Berlin 1928.

Marzell, Hans: Das Kapitalzinsproblem im Lichte des Kreislaufes der Waren und des Geldes. Jena 1927.

Mehrens, Bruno: Die Entstehung und Entwicklung der großen französischen Kreditinstitute. Berlin 1911.

Mombert, Paul: Zur Frage von Kapitalbildung und Kapitalbedarf in Deutschland. München 1916.

Mombert, Paul: Einführung in das Studium der Konjunktur. Leipzig 1921.

Motschmann, Gustav: Das Depositengeschäft der Berliner Großbanken. München 1915.

Müller, August: Wege zur Kapitalneubildung in Deutschland. Leipzig 1926.
Naphtali, Fritz: Währungsgesundung und Wirtschaftssanierung. Frankfurt 25.
Naphtali, Fritz: Abbau und Aufbau, Rückblick auf das Wirtschaftsjahr 1925. Frankfurt 1926.
Neumann, E.: Kurstabellen der Berliner Fondsbörsen 1926.
Obst, Georg: Geld-, Bank- und Börsenwesen. Stuttgart 1923.
v. Philippovich, E.: Grundriß der politischen Oekonomie. Tübingen 1923.
Plenge, Johann: Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin 1913.
Pohle, L.: Die neuere Entwicklung des Zinsfußes und der Einfluß des Weltkrieges auf seinen Stand. Frankfurt 1925.
Preyer, G.: Roggenpapiere und Roggensteuern. Jena 1913.
Prion, W.: Geldmarktlage und Reichsbankpolitik. Leipzig 1927.
Prion, W.: Kreditpolitik. Berlin 1926.
Prion, W.: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910.
Rießer: Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration. Jena 1912.
Röpke: Kredit und Konjunktur (Jahrbücher f. Nationalökonomie u. Statistik, Bd. 124, 1926.)
Sartorius, A., Freiherr v. Waltershausen: Das volkswirtschaftliche System der Kapitalbildung im Ausland. Berlin 1907.
Schachian-Ring: Die Praxis der Aktiengesellschaften. Berlin 1929.
Schlegelberger-Harmening: Kommentar zum Aufwertungsgesetz. Berlin 1926.
Schmidt-Höpke, Alfr.: Die Grundlagen des neuen deutschen Geldwesens. Stuttgart 1925.
Schulte, Fritz: Die Hypothekenbanken. München 1916.
Schulze, E.: Dauerkrisis und Daveslast. Leipzig 1926.
Schumpeter, Jos.: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Zins und Konjunkturzufluß. Leipzig 1912.
Schwarz, Otto: Diskontpolitik. Leipzig 1911.
Spiethoff, A.: Die Ordnung des Geld- und Kapitalmarktes (Schmollers Jahrbuch 1909, S. 445 ff.)
Spiethoff, A.: Das Verhältnis von Kapital-, Geld- u. Güterwelt. Ebenda S. 927.
Spiethoff, A.: Der Kapitalmarkt in seinem Verhältnis zur Güterwelt. Ebenda S. 1417.
Stucken, R.: Grundsätze für die Anleihepolitik. (Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 1927. 57. Band.)
Vogel, Hugo: Wirtschaftsbarometer und Konjunkturprognose. Teplitz 1927.
Voye, Ernst: Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Dissertation Halle 1902.
Wagemann, Ernst: Kreislauf und Konjunktur der Wirtschaft. Leipzig 1927.
Wagner, Adolf: System der Zettelbankpolitik. Freiburg 1873.
Wallich, G.: Beiträge zur Geschichte des Zinsfußes von 1800 bis zur Gegenwart. Dissertation.
Weber, Adolf: Allgemeine Volkswirtschaftslehre. München 1927.
Weber, Adolf: Depositenbanken und Spekulationsbanken. Leipzig 1915.
Weber, Adolf: Hat Schacht recht? München 1928.
Weber, Adolf: Das Gutachten der Sachverständigen und die Volkswirtschaft. München 1924.
Weber, A.: Der Kampf zwischen Kapital und Arbeit. 3. u. 4. Aufl. Tübingen 21.
Weiß, Adolf: Methodologisches zur Analyse des Kapitalmarktes. Heidelberg 13.
Wicksell, Knud: Geldzins und Güterpreise. Jena 1898.

Jahrbücher und Zeitschriften.

Die Reichsbank, Verhandlungen und Berichte der Unterausschüsse für Geld-, Kredit- und Finanzwesen. 5. Unterausschuß, Berlin 1929.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 44. Jahrgang 1924/25. Berlin 1925.
Statistisches Jahrbuch, 45. Jahrgang 1926, Berlin 1926.
Statistisches Jahrbuch, 46. Jahrgang 1927, Berlin 1927.
Statistisches Jahrbuch, 47. Jahrgang 1928, Berlin 1928.

Wirtschaft und Statistik, Jahrgang 1923—1928.
Bankarchiv, Jahrgang 1923—1928.
Der deutsche Volkswirt, Jahrgang 1925—1928.
Finanzarchiv, Jahrgang 1923—1928.
Magazin der Wirtschaft, Jahrgang 1926/27.
Weltwirtschaftliches Archiv, Jahrgang 1924—1928.
Wirtschaftskurse, mit Indexzahlen der Frankfurter Zeitung. Jahrgang 1925—1928.
Vierteljahrshefte für Konjunkturforschung. Jahrgang 1926—1928.

Zeitungen.

Berliner Börsenkurier, Jahrgang 1924—1928.
Berliner Börsenzeitung, Jahrgang 1924—1928.
Berliner Tageblatt, Jahrgang 1924—1928.
Deutsche Bergwerkszeitung, Jahrgang 1924—1928.
Frankfurter Zeitung, Jahrgang 1924—1928.
Münchener Neueste Nachrichten, Jahrgang 1924—1928.
Rheinisch-Westfälische Zeitung, Jahrgang 1924—1928.
Der Tag, Jahrgang 1924—1928.
Reichsgesetzblatt, Jahrgang 1923.
Rhein-Ruhr-Wirtschaftszeitung. Jahrgang 1924—1928.

Geschäftsberichte.

Verwaltungsberichte der Reichsbank.
Börse und Geldmarkt im Jahre 1925, 1926, 1927. Reichskreditgesellschaft A.-G., Berlin.
Bayerische Handelsbank, München.
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, München.
Bayerische Vereinsbank, München.
Gemeinschaftsgruppe deutscher Hypothekenbanken.
Bayerische Landeskulturrentenanstalt, München.
Preußische Central-Boden-Credit-A.-G., Berlin.
Roggenrentenbank-A.-G., Berlin.
Süddeutsche Bodenkreditbank, A.-G., München.

Lebenslauf.

Ich, Wilhelm Scheidtmann, katholischer Konfession, wurde zu Essen-Ruhr am 18. November 1903 als Sohn des Kaufmanns Heinrich Scheidtmann und seiner Gattin Franziska geb. Hoffrohne geboren. Nach Besuch der Volksschule ging ich auf das Humanistische Gymnasium zu Bensberg und Rheinbach, wo ich 1923 die Reifeprüfung bestand. Von April 1924 studierte ich Rechts- und Staatswissenschaften an der Universität Köln. Neben dem Studium war ich vom 15. Oktober 1923 bis 15. Oktober 1925 bei der Essener Credit-Anstalt, Filiale der Deutschen Bank, Essen, tätig. Seit dem Wintersemester 1925 studierte ich in München, wo ich an der dortigen Universität am 28. Oktober 1927 das volkswirtschaftliche Diplomexamen bestand. Im Wintersemester 1927 setzte ich meine Studien in Erlangen fort. Vom 13. Januar bis 1. August 1929 war ich zwecks weiterer praktischer Ausbildung in dem Konzern Karl Kühn & Söhne, A.-G., Berlin, tätig.